HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況
半年度報告

2022年3月

本報告分析2021年8月底至2022年2月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2022年3月

目錄

1. 總結及概述	**4**
2. 全球環境及展望	**9**
2.1 外部環境	9
2.2 中國內地	19
3. 本港經濟	**25**
3.1 實體經濟活動	25
3.2 勞工市場狀況	26
3.3 通脹	27
4. 貨幣及金融狀況	**29**
4.1 匯率及資金流	29
4.2 貨幣環境及利率	30
4.3 股市	33
4.4 債券市場	35
4.5 物業市場	37
5. 銀行業表現	**44**
5.1 盈利及資本額	44
5.2 流動性及利率風險	46
5.3 信貸風險	48
5.4 系統性風險	54
專題1 在市場受壓時，擺動定價是否能減低投資基金的流動性風險？基於2020年3月事件的實證分析	13
專題2 投資者對氣候變化相關的轉型和實體風險是否敏感？基於全球股市的實證分析	16
專題3 中國內地地方國企債券定價	22
專題4 利用成交大數據監察香港非銀行機構提供的住宅按揭貸款	40
專題5 使用「央行與監管機構綠色金融網絡」情境評估氣候相關風險對在香港上市非金融類公司的財務影響	58
詞彙	

1. 總結及概述

踏入2022年，全球經濟表現疲軟，但各地尤其是美國的通脹壓力持續加劇。展望未來，全球經濟前景面對重大不確定性，包括疫情大規模爆發的風險，以及若美國通脹較預期持久及廣泛，貨幣政策收緊的力度或會超出預期。若美聯儲大幅收緊貨幣政策並導致全球金融狀況收緊，將對較脆弱的新興市場經濟體的復甦構成壓力。最近，俄羅斯和烏克蘭爆發軍事衝突，可能通過貿易及金融渠道對全球經濟帶來顯著影響，並使全球貨幣政策前景更加複雜。

回顧期內，港元匯率回軟，但交易繼續暢順有序。存款總額於回顧期內溫和增長，並沒有資金流出本港銀行體系的顯著跡象。按2021全年計，銀行貸款總額增長有所加快。另一方面，住宅物業市場自2021年中以來有所回軟。

展望未來，Omicron變種病毒的迅速傳播可能會對經濟持續復甦構成威脅，加上美國貨幣政策正常化步伐可能較預期快速，這些風險因素將對銀行的信貸風險管理構成挑戰。銀行應保持警惕及仔細評估相關風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

外圍環境

全球經濟自2021年後期開始放緩，弱勢延續至2022年，原因是傳染性極強的Omicron變種病毒擴散導致全球的人員流動限制增加，加上供應瓶頸持續使生產受壓。與此同時，在供求失衡及勞動力短缺下，全球通脹壓力持續加劇，並已在主要先進經濟體（尤其是美國）擴散至廣泛的商品及服務。最近，隨着俄羅斯和烏克蘭爆發軍事衝突，大宗商品價格急升可進一步加劇全球通脹的威脅，而金融市場波動加劇或令全球金融狀況未如理想地收緊，使全球貨幣政策前景更加複雜。

展望未來，全球經濟前景存在重大不確定性。短期內，若疫情大規模爆發，不排除封鎖措施再次實施及供應瓶頸再度惡化。在美國，隨着通脹較預期持久和廣泛的風險越來越大，美聯儲的立場變得鷹派，加快了縮減資產購買和加息的時間表，並開始討論削減資產負債表。如果美聯儲需要大幅收緊貨幣政策，全球金融狀況可能亦會收緊，導致借款人的償債能力惡化，以及失序的資本外流將對相對脆弱的新興市場經濟體的復甦構成壓力。最近，俄羅斯和烏克蘭軍事衝突或令全球大宗商品價格面臨持續上升的風險，加重工業品供應短缺，並增加金融市場波動。市場波動加劇也可能引發開放式基金的贖回壓力，增加其流動性風險。專題1會討論擺動定價（一種開放式基金的流動性管理工具）能否在市場受壓時降低這些基金的流動性風險，並討論此工具的潛在局限性。

新興亞洲[1]方面，2021年下半年經濟持續復甦，惟部分東南亞經濟體在第3季再次實施嚴格防疫措施使復甦勢頭一度放緩，而區內科技產品出口經濟體（南韓及新加坡）則繼續受惠於全球對科技產品的強勁需求。雖然市場普遍預期新興亞洲將於2022年廣泛復

[1] 在這報告中，新興亞洲包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓和泰國。

甦，但區內短期經濟前景正面對多重阻力。首先，新變種病毒依然構成隱憂，尤其是對區內疫苗接種率較低和公共衞生資源緊絀的經濟體。第二，美聯儲加快政策正常化有可能觸發區內資本外流、加重貨幣貶值壓力；而仍需維持寬鬆貨幣政策以支持經濟復甦的區內經濟體，在遏抑資本流出壓力和支援經濟活動之間的取捨將更為困難。第三，主要經濟體放緩，加上在全球經濟逐步重啟的情況下需求可能從商品轉向服務，都會令貿易增長前景受壓。第四，俄羅斯與烏克蘭的衝突引發的多種商品價格上升將會傳導至區內通脹並同時削弱消費。加上全球經濟不確定性增加，區內央行的貨幣政策正常化的決策將變得更為複雜。區內一些增長勢頭較弱而通脹又對能源價格較為敏感的經濟體，其央行將面對尤其困難的取捨。長遠而言，為重建可持續及穩健的增長模式，投資者需要在其投資考量中更加重視環境、社會及管治（ESG）因素。專題2研究股票回報對氣候風險變化的敏感度，以及此類敏感度如何受企業的環境表現所影響。

中國內地2021年下半年的經濟增長放緩，受到新一波新型冠狀病毒疫情爆發、限電措施及房地產市場緊縮措施所影響。展望未來，由於房地產市場持續低迷和Omicron變種病毒的爆發，內地經濟可能在短期內繼續面對下行壓力。因此，內地當局把穩增長作為今年的首要任務，並推出一系列財政和貨幣支持措施。2021年下半年在岸債券違約總額以及國有企業在岸債券違約均有所減少，專題3討論了國企債券的定價近年是否有所改善。銀行業的整體風險仍可控，因為內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）對開發商貸款的敞口有限，且不良貸款率較低，撥備覆蓋率較高。

本港經濟

香港經濟於2021年下半年繼續復甦，但步伐較上半年有所放緩。由於貨物出口及私人消費受惠於全球經濟持續復甦、本地勞工市場狀況改善及政府推出消費券計劃，所以經季節性調整的實質本地生產總值溫和增長。按年比較，2021年下半年經濟增長5.1%，而上半年為7.8%。2021年全年合計，經濟增長6.4%，是2019年以來的首次全年正增長。

踏入2022年，新一波本地疫情以及因此而收緊的社交距離措施為本港經濟活動構成壓力。政府推出第五輪及第六輪防疫抗疫基金，並在《2022-23年度財政預算案》下推出額外的逆周期措施以支撐經濟。[2]為了支持現金流，「百分百擔保個人特惠貸款」及各項在「中小企融資擔保計劃」下的擔保產品會優化，最高貸款額獲提高，申請期及還款期亦會延長。金管局聯同銀行業亦將「預先批核還息不還本」計劃延長至2022年10月底。[3]計劃亦同時為借款人提供一個為期一年的部分本金還款選項，而該選項亦適用於「中小企融資擔保計劃」下的貸款。

預計香港經濟於2022年全年合計將繼續復甦，但增長步伐將較2021年緩慢，部分反映全球增長在疫情持續下放緩及較高的基數效應。具體而言，香港的貨物出口將繼續受惠於全球經濟擴張。政府推動多項基本工程及基建項目亦將為經濟提供支持。政府預測2022年實質本地生產總值增長介乎2.0%至3.5%，而國際組織及私人行業分析師的平均增長預測為1.6%。然而，經濟復甦的力度和步伐受到多項在之前幾節中討論到的不明朗因素和風險所影響，尤其是疫情及美國貨幣政策正常化步伐。

隨着經濟復甦，勞工市場在2021年下半年進一步改善，經季節性調整的失業率在年底降至3.9%。整體就業人數有所反彈，但仍低於疫情前的水平。2022年初，官方數據顯示勞工市場壓力在新一波本地疫情下再度浮現。此外，網上招聘廣告數量下跌亦反映新

[2] 這些措施包括向合資格居民提供一次性$10,000港元的電子消費券和設立住宅租金開支扣稅。政府預計這些逆周期措施以及基建和其他開支會為經濟增長帶來3個百分點的提振作用。

[3] 金管局在2022年1月11日亦宣布把「預先批核還息不還本」計劃下的貿易融資貸款還款期進一步延長90天。

職位空缺有所減少。新一波本地疫情以及收緊防疫措施會於短期內對本地勞工市場(尤其是涉及面對面接觸的行業)構成一定壓力。長遠點看，勞工市場狀況將取決於本地疫情發展及本地經濟復甦的步伐。

本地通脹壓力在近月大致增加，但仍保持溫和。按年比較，基本消費物價通脹率於2021年第3季及第4季分別微升至1.1%及1.2%，而2022年1月仍為1.2%。[4] 反映通脹動力的按三個月以年率計的基本通脹率在最近幾個月亦有所回升，某程度上是由於外出用膳和一些能源相關項目價格上漲所致。展望未來，隨着進口價格上漲和疫情導致物流受到干擾，預計本地通脹短期內將稍升。然而租金疲軟和本地勞工成本壓力溫和，應會抑制整體物價壓力。市場共識預測2022年的整體通脹率將達到2.4%，而政府預計2022年的整體通脹率為2.1%，基本通脹率為2.0%。

貨幣狀況及資金流動

自2021年9月以來，在本地股市避險情緒下，港元兌美元逐步回軟。儘管港元一度在2021年10月輕微反彈，但港元升勢其後失去動力，主要由於經滬港通和深港通的南向淨買入資金疲弱，以及市場預期美元將隨着聯儲局的貨幣政策正常化而走強。整體而言，港元在大部分時間處於兌換保證範圍的強方，交易繼續暢順有序。存款總額於回顧期內溫和增長，沒有資金流出本港銀行體系的顯著跡象。

香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。由於銀行同業流動資金充裕，於回顧期內，香港銀行同業拆息維持低位。新造按揭的平均貸款利率由2021年7月的1.48%略為上升至2022年1月的1.56%。主要零售銀行的最優惠貸款利率於回顧期內維持不變，介乎5.00%至5.50%之間。

[4] 受惠於政府一次性紓困措施，2021年第三季及第四季的按年整體通脹率為2.3%及2.0%，高於2021年第1及第2季的平均水平1.6%。

離岸人民幣銀行業務繼續蓬勃發展。特別是，香港的離岸人民幣資金池繼續增長，截至2022年1月底，人民幣客戶存款及存款證餘額增長至11,135億元人民幣。雖然人民幣貸款餘額減少，但香港的人民幣貿易結算繼續增長。2021年人民幣即時支付結算系統的平均每日成交量上升至15,226億元人民幣。展望未來，憑藉香港高效的金融基礎設施以及南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通，內地資本帳持續開放，國際投資者對人民幣資產的需求增加，以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作的深化，香港離岸人民幣業務預期將會受惠。

資產市場

在政府貨幣和財政政策的刺激下，全球經濟復甦以及強勁的企業盈利帶動全球主要股市整體上在2021年最後一個季度繼續上揚，帶領摩根士丹利國際資本世界指數在2022年1月4日創下3,262點的歷史新高。然而，市場日益憂慮發達經濟體主要央行在通脹風險急升下的緊縮立場、商品價格急升以及俄烏衝突升溫，令全球主要股市自2022年1月初以來有所整固。

2021年第4季，與全球主要股市持續上揚相反，港股市場維持低迷，主要受科技股大幅下跌所拖累。儘管香港股市在2022年初出現輕微反彈，但在香港疫情發展和俄烏衝突升溫的不確定性下，恒生指數在2月底跌至22,713點的接近兩年新低。

在穩定發行的支持下，港元和離岸人民幣債券市場在2021年下半年繼續增長。隨着美國通脹加速，10年期美國國債收益率上升，於回顧期內，港元主權及非主權債券收益率均上升。同時，在全球流動資金充裕以及就香港上市的固定收益交易所買賣基金及貨幣市場交易所買賣基金所推出的兩項新的費用寬免支持下，香港自2021年9月以來持續錄得債券資金淨流入。

展望未來，本地股票及債券市場仍容易受全球經濟復甦的可持續性，在Omicron變種病毒迅速擴散下的疫情發展、能源價格上升、主要央行為應對通脹再度升溫而採取的貨幣政策以及俄烏衝突升溫等不明朗因素所影響。就離岸人民幣債券市場而言，儘管人民幣固定收益資產的估值將會因內地與其他主要先進經濟體之間的預期貨幣政策有分歧而受惠，但對人民幣債券違約率上升的擔憂仍可能持續，這可能會抑制投資者的需求。中期而言，本港債券市場發展受多項政策措施所支持，包括債券通「南向通」及其他可能在香港發行的人民幣地方政府債券。

住宅物業市場自2021年中以來有所回軟，部分原因是受資產市場氣氛減弱以及本地新一波疫情所影響。成交量從2021年上半年的高位回落。二手樓價在2021年9月達到近期高位後，在最後一季亦下降1.2%。由於樓價在2021年上半年的顯著上升，全年合計樓價仍上漲3.6%。最近的市場數據顯示樓市在2022年初繼續偏軟。

在經濟環境充滿挑戰下，金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理，從而提高家庭及銀行抵禦潛在的利率或樓市衝擊的能力。專題4利用成交大數據探討由非銀行機構提供的住宅按揭貸款的普及程度，並討論其相關政策的啟示。

展望未來，住宅物業市場前景受到如之前所述的眾多不明朗因素及風險所影響。本地方面，新一波本地疫情以及重新收緊社交距離措施可能會拖累經濟復甦，並抑制住屋需求。外圍方面，美國政策利率前景的不確定性將繼續影響物業市場氣氛。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位。[5]

[5] 差餉物業估價署預計2022年至2023年私人住宅單位的每年平均落成量將超過22,000個單位，高於過去五年的平均水平。

非住宅物業市場繼2021年上半年有所改善後，在下半年呈現回穩跡象。雖然工廠大廈的價格及租金普遍已回升至接近疫情前的高位，但零售物業及寫字樓的價格仍低於其相應的高位。非住宅物業市場前景將取決於最近的疫情發展以及不斷變化的經濟環境。例如，新一波本地疫情下，更嚴厲的社交距離措施以及因此轉差的營商氣氛，可能會抑制對商業物業的需求，尤其是寫字樓市場在未來數年將會有更多供應。另一方面，恢復與中國內地的免檢疫通關，可能有利非住宅物業市場。

銀行業表現

由於淨利息和非利息收入均下降以及經營開支上升，零售銀行在2021年下半年盈利有所減少。2021年下半年，零售銀行整體稅前經營溢利較2020年同期下跌16.1%。資產回報率相應地在2021年下半年下跌至0.50%，而2020年同期為0.61%。

銀行業穩健的資本和流動性狀況繼續為銀行在抵禦下行衝擊時提供強大緩衝。截至2021年底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率高達20.2%，遠高於國際最低要求。第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2021年第4季分別維持在151.9%及59.1%的高位。同時，最新的銀行穩定資金淨額比率亦繼續遠高於法定最低水平。

大致反映6月底新股認購貸款的高基數效應，銀行貸款總額在2021年下半年有所減少。儘管如此，銀行業貸款總額在2021年全年仍錄得3.8%的年增長，高於2020年的1.2%。以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額在2021年下半年下跌3.1%。若撇除2021年6月底新股認購貸款的效應，貸款及墊款總額於回顧期內輕微減少0.6%，其中主要受本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）輕微減少所帶動。在香港境外使用的貸款大致維持於與六個月前的相若水平。銀行業的特定分類貸款比率在2021年

下半年小幅上升，但其按歷史及國際標準衡量均處於低位。

從較長遠的角度來看，氣候相關風險可能對金融穩定性產生重大影響。為了加強我們對氣候相關事宜的系統性風險分析，專題5採用「央行與監管機構綠色金融網絡」(NGFS)提出的兩個氣候參考情境，透過由上而下的分析框架以評估氣候相關風險對在香港上市非金融類公司的財務影響。分析的一個重要結果是，當我們比較氣候轉型風險對公司違約風險的長期影響時，在「有序轉型」情境下的影響將顯著小於在「失序轉型」情境下的影響。此外，我們亦發現在這兩個轉型情境下氣候實體風險對違約風險的影響，均低於在「不採取行動」情境下的影響。綜合結果顯示，盡早採取應對氣候變化行動會帶來明顯的益處。

展望未來，Omicron變種病毒的迅速傳播可能對經濟持續復甦構成威脅。再加上美國貨幣政策正常化步伐可能較預期快速及俄烏政治緊張局勢升溫對全球經濟產生的下行風險，這些風險因素將對銀行的信貸風險管理構成挑戰。銀行應保持警惕及仔細評估這些風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

《貨幣與金融穩定情況半年度報告》由香港金融管理局經濟研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

由於變種病毒(Delta和Omicron)在全球迅速蔓延，加上生產瓶頸持續，全球經濟在2021年後期顯著放緩，踏入2022年增長動力依然疲弱。全球通脹壓力持續加劇，並已在主要先進經濟體(尤其美國)擴散至廣泛的商品和服務。通脹擔憂升溫促使美聯儲的貨幣政策立場轉向鷹派，加劇全球金融狀況過早收緊可能令目前高企的資產估值受壓的風險，亦不利於復甦仍普遍滯後的新興市場。最近，俄羅斯與烏克蘭之間的衝突推高能源及其他大宗商品價格，並觸發環球金融市場波動，加劇了部分上述風險。

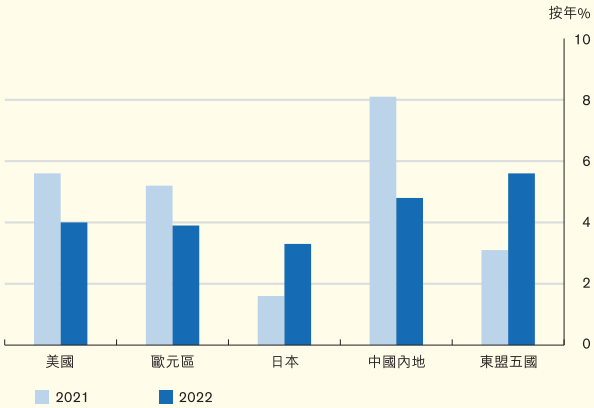
新興亞洲方面，儘管Delta變種病毒曾在區內蔓延，經濟在2021年下半年持續復甦，區內主要科技產品出口經濟體的表現繼續比其他經濟體較佳。現時Omicron變種病毒雖然不致令區內經濟復甦嚴重受阻，但任何與新變種病毒相關的不確定性將繼續使區內經濟前景蒙上陰影。另外，美聯儲政策正常化亦有機會引發區內資產價格的調整，而主要經濟體增長放緩亦有機會拖累區內的貨物出口增長。俄羅斯與烏克蘭之間的衝突一方面導致大宗商品價格上升並增加通脹風險，另一方面會削弱消費及增加全球經濟不確定性，這將令區內央行貨幣政策正常化的決策變得更為複雜。

中國內地2021年下半年的經濟增長放緩，受到新一波新型冠狀病毒疫情爆發、限電及房地產市場緊縮措施的影響。展望未來，內地經濟或將繼續面對房地產市場降溫及Omicron變種病毒爆發所帶來的下行壓力。有鑑於此，政府將穩增長定為今年的首要任務，宏觀經濟政策亦將提供更大支持。

2.1 外部環境

全球經濟復甦在2021年最後一個季度明顯放緩，因為具高傳染性的Omicron變種病毒重疊Delta變種病毒的傳播，觸發新一波感染浪潮，並導致全球各地收緊人員流動限制。此外，供應鏈問題(如航運瓶頸及半導體等主要生產原材料短缺)繼續使生產受壓。踏入2022年，國際貨幣基金組織(IMF)在1月預測全球本地生產總值增長將從2021年的5.9%放緩至2022年的4.4%，反映疫情和供應受限的持續拖累、美國和其他主要先進經濟體的政策支持減少，以及中國內地增長動力放緩抵消了亞洲其他地區的預期增長反彈(圖2.1)。

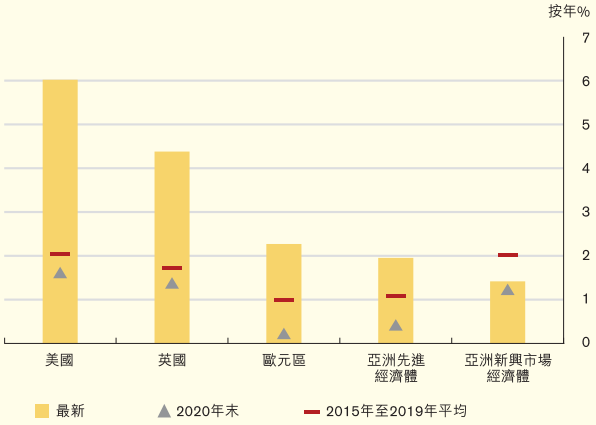
圖2.1
國際貨幣基金組織的實質本地生產總值增長預測



附註：東盟五國指印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國及越南。
資料來源：國際貨幣基金組織。

環球經濟增長放緩的同時，通脹壓力於回顧期內亦持續增加。核心通脹（不包括食品和能源價格）在主要先進經濟體顯著上升，尤其是自疫情以來採取較大規模政策刺激的美國。在供應瓶頸、獲得釋放的積壓需求和勞動力短缺的情況下，通脹壓力已擴散至廣泛的商品和服務（圖2.2）。此外，近期俄羅斯與烏克蘭的軍事衝突推高多種大宗商品的價格，或會加劇已經高企的全球通脹壓力。

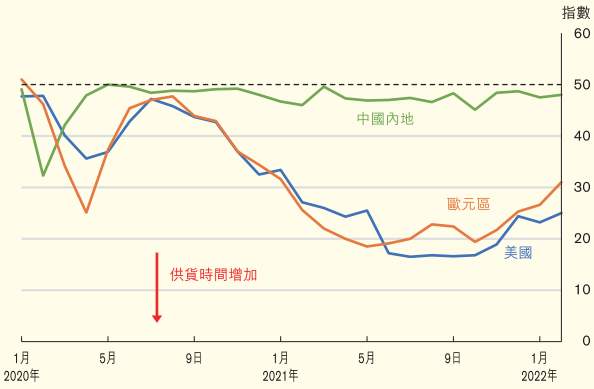
圖2.2
選定經濟體的核心消費物價指數通脹率



註：
(1) 美國、英國及歐元區的最新數據為2022年1月，其餘則為2021年12月。
(2) 「亞洲先進經濟體」包括澳洲、新西蘭、日本、南韓、香港及新加坡。
(3) 「亞洲新興市場經濟體」包括中國內地、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。
資料來源：CEIC。

展望未來，全球經濟前景面對重大不明朗因素，下行風險較大，並將取決於疫情發展及相關供應鏈受阻情況，地緣政治緊張局勢對全球貿易、通脹和金融市場情緒的影響如何演變，以及主要央行對通脹的政策回應。疫情方面，大部分政府對近期Omicron病例的激增至今採取針對性措施，重點限制高風險活動、鼓勵遙距工作和推廣疫苗接種。與之前的封鎖政策相比，這些較寬鬆的措施應有助減少供應鏈受阻的情況，而自2021年末以來，供應鏈受阻情況已出現初步改善跡象（圖2.3）。然而，一旦出現大規模疫情爆發，不排除封鎖措施將再次實施，繼而導致供應瓶頸再度惡化。

圖2.3
採購經理指數－供應商交貨時間的分類指數



資料來源：IHS Markit。

倘若疫情維持受控，供應瓶頸將有望逐步得以改善，為商品通脹提供一定緩解。然而，數項事態發展或使目前全球通脹高企的情況較預期持久，包括俄羅斯和烏克蘭的軍事衝突和向進口自俄羅斯的能源實施制裁推升大宗商品價格的風險、生產成本上漲將會滯後地反映於最終售價、早前全球住宅物業價格急升可能帶動往後租金上升、勞動市場緊絀對工資增長構成上行風險，以及通脹預期上升。

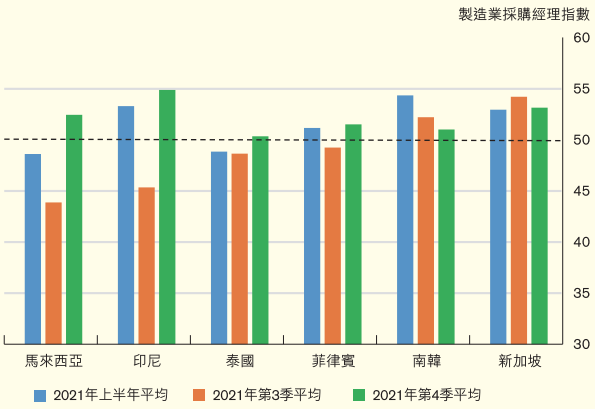
特別是鑑於美國通脹錄得數十年來最大升幅，美聯儲在2021年12月的聯邦公開市場委員會會議上轉向採取更為鷹派的政策立場，不再將高通脹定性為「暫時性」，以及將減買資產的步伐從每月減少150億美元增加一倍至300億美元，以期在2022年3月前結束資產購買計劃，並開始討論縮減資產負債表。事實上，近期市場定價顯示，美聯儲可能在2022年內多次加息。相比之下，鑑於歐元區與俄羅斯和烏克蘭在貿易及金融方面的聯繫較為密切，歐洲央行可能面臨更重大的政策取捨。

在此背景下，再加上環球債務水平及資產估值在長期寬鬆政策下持續高企，倘若通脹壓力持續導致聯儲局需要較預期更快地收緊政策，可能會令借款人的償債能力面臨惡化風險，並觸發金融市場波動。最近，隨着東歐地緣政治緊張局勢升溫，金融市場避險情緒上升，美元短缺的跡象浮現，包括交叉貨幣掉期利差有

所擴闊。在全球金融狀況過早收緊的情況下，基本面較弱且仍受疫情影響的新興市場經濟體可能容易受到增長再度放緩、貨幣貶值和資本外流壓力的影響。市場波動加劇也可能引發開放式基金的贖回壓力，增加其流動性風險。專題1會討論擺動定價（一種開放式基金的流動性管理工具）能否在市場受壓時降低這些基金的流動性風險，並討論此工具的潛在局限性。

新興亞洲方面，經濟復甦在2021年下半年持續，但Delta變種病毒的傳播削弱了第三季的增長動力，尤其是部分東南亞經濟體（圖2.4）。同時，作為區內主要科技產品出口地，南韓及新加坡繼續受惠於全球對科技產品的強勁需求，這亦進一步擴大區內各地復甦的不平衡。此外，多個新興亞洲經濟體的通脹壓力仍然温和。

圖2.4
製造業採購經理指數



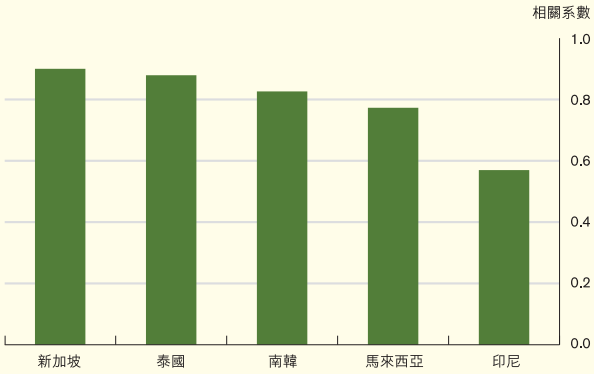
資料來源：CEIC及職員計算數字。

市場普遍預期亞洲新興市場將於2022年廣泛復甦，但區內短期經濟前景正面臨多重阻力：

首先，儘管自2021年底以來，Omicron變種病毒在區內傳播，但其帶來的經濟影響仍較之前的感染浪潮輕微；然而，在疫苗接種率仍然落後以及公共衛生資源較為緊絀的部份區內經濟體將會繼續面對新變種病毒出現的威脅。

其次，美聯儲政策正常化可能會觸發資本外流和構成區內貨幣的貶值壓力。仍需維持寬鬆貨幣政策以支持經濟復甦的區內經濟體，在遏抑資本流出壓力和支持經濟活動之間的取捨將更為困難。在收益率曲線長期端，由於兩者過往高度相關（圖2.5），美國長期收益率突然飆升的風險，也會蔓延到新興亞洲的長期債券收益率，令區內資產市場調整的風險加劇。

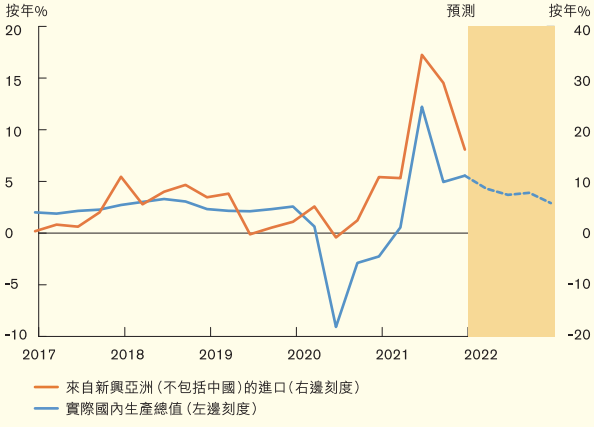
圖2.5
亞洲十年期主權債券息率與相應美國國債收益率的相關性



註： 2011年至2021年12月初的每日10年期國債收益率用HP濾波去趨勢，並以與趨勢的百分比偏差（即收益率差距）來計算相關度。相關系數以2020年12月至2021年12月的每日收益率差距計算，以反映最新情況。
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

第三，區內商品貿易前景面對主要經濟體放緩，以及全球經濟逐步重啟下需求可能由商品轉向服務的不明朗因素，而這些因素可能會削弱區內的出口增長。

圖2.6
美國：來自新興亞洲的進口及實質本地生產總值



註： 進口及實質本地生產總值數據截至2021年第四季。實質本地生產總值共識預測截至2022年1月。
資料來源：CEIC及彭博。

第四，雖然區內經濟體與俄羅斯及烏克蘭的貿易及金融聯繫較為有限，但衝突引發的大宗商品價格上升將會傳導至區內通脹並同時削弱消費。加上全球經濟不確定性增加，區內央行的貨幣政策正常化的決策將變得更為複雜。區內一些增長勢頭較弱而通脹又對能源價格較為敏感的經濟體，其央行將面對尤其困難的取捨。

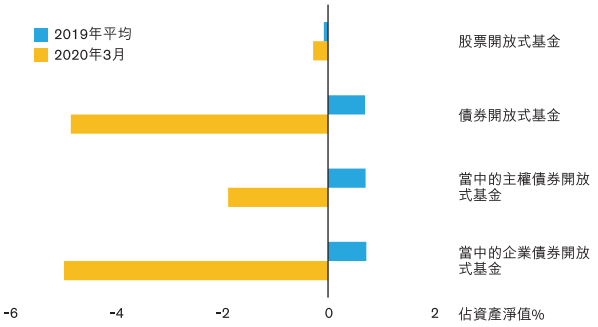
疫情亦警惕區內經濟體長遠需要重建更可持續及強韌的增長模式，以準備應對氣候變化等其他風險。為此，投資者需要在其投資考量中更加重視環境、社會及管治（ESG）因素。專題2研究股票市場回報會否受氣候風險變化影響，以及此類敏感性如何受企業的環境表現影響。

專題1
在市場受壓時，擺動定價是否能減低投資基金的流動性風險？基於2020年3月事件的實證分析

引言[6]

新型冠狀病毒疫情在2020年3月對全球金融市場造成巨大的衝擊。在這段市場動盪期間，部分開放式基金遭受大量資金流出（圖B1.1），對其流動性管理構成壓力。

圖B1.1
2020年3月事件期間部分開放式基金的資金流出



註：正（負）數表示為資金流入（出）。
資料來源：EPFR。

除投資者的流動性需求外，大量資金流出的另一原因亦可能是投資者採取「先行優勢」提早贖回基金，從而避免承擔在市場受壓的情況下可能急升的贖回成本。為抑制由先行優勢引致的資金流出，部分開放式基金採用擺動定價 — 一項降低投資者先行優勢的開放式基金定價規則。儘管很多開放式基金在是次事件中使用了擺動定價，[7] 但並未有實證研究指出擺動定價能否有效減少開放式基金的流出。

在這背景下，本專題進行實證研究，了解在2020年3月的事件中擺動定價是否能夠減少開放式基金的資金流出，從而降低其流動性風險。此外，本專題亦會尋找在市場受壓時可能限制擺動定價成效的因素。根據這些評估，我們會在金融穩定方面提出政策建議。

甚麼是先行優勢？擺動定價如何減少先行優勢？

先行優勢是指投資者比其他投資者更先贖回，從而將贖回成本轉嫁給他們。先行優勢主要存在於採用傳統定價規則的開放式基金，當中基金的投資者的認購及贖回成本（例如投資組合調整所產生的交易成本）會於交易進行後於開放式基金價格中反映。根據此定價機制，首先贖回股份的投資者毋須承擔該等交易成本。這成為他們提早贖回基金的誘因，尤其是在預期將有大額贖回成本的情況下。因此，在市場受壓時，先行優勢會因為預期贖回成本將會上升而更為明顯。這擴大了開放式基金面對的贖回壓力和流動性風險。

擺動定價—另一種開放式基金定價規則，因為可以幫助降低投資者的先行優勢而在過去十年間變得更加普及。當出現大量的淨贖回時，擺動定價機制會按照預期的贖回成本來調低基金價格，以令贖回投資者自行承擔其贖回成本。與傳統的定價規則相比，這降低了投資者的先行優勢，從而降低了其贖回的誘因。因此，開放式基金的贖回壓力可能會減少。

方法與數據

我們評估擺動定價於2020年3月事件的效用時，將使用擺動定價（「擺動」開放式基金）及因註冊所在國家而無法使用擺動定價（「不可以擺動」開放式基金）的歐洲開放式基金組成配對樣本並作出比較。具體而言，我們測試在2020年3月事件中，「擺動」開放式基金的資金流出是否比「不可以擺動」開放式基金少。我們使用一個面板數據回歸模型以實證測試各種

[6] Wu, Wong and Fong (2022), "Does swing pricing reduce investment funds' liquidity risk in times of market stress? – Evidence from the March-2020 episode"，*香港貨幣及金融研究中心工作論文（即將出版）*

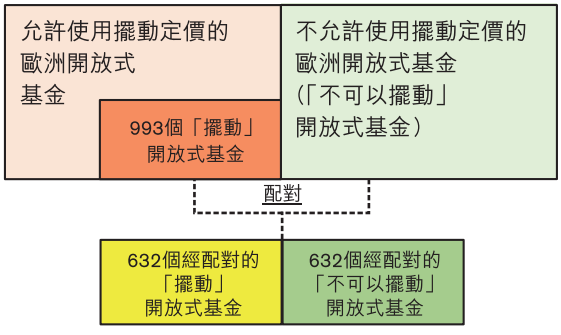
[7] Investment Company Institute進行的調查發現60%的受訪開放式基金曾於2020年3月事件中使用擺動定價管理流動性，其次是臨時借貸(6%)。

潛在決定因素對開放式基金資金淨流量的影響，包括開放式基金是否採用擺動定價。月度數據樣本取自晨星[8]，涵蓋2012年1月至2020年12月期間。

圖B1.2說明了我們如何組成「擺動」開放式基金和「不可以擺動」開放式基金的配對樣本。首先，在允許使用擺動定價的歐洲開放式基金中（即圖B1.2中的淺橙色部分），「擺動」開放式基金是指其每日的「實際」價格（即通過擺動定價調整並且是投資者交易的價格）與其每日的「無擺動」價格（即並無擺動定價調整且實際上並非交易的價格）在樣本期間至少有一次不同。[9]就此，我們一共得出993個「擺動」開放式基金（即深橙色部分）。

然後，我們以投資範圍及主要資產類別相同，以及規模、年期及回報方面的百分比差異最小的準則將個別「擺動」及「不可以擺動」的開放式基金配對。此配對程序有助確保擺動定價的估計影響不會因「擺動」及「不可以擺動」開放式基金因其他特點的差異而受到影響。最後，一共632個「擺動」和632個「不可以擺動」開放式基金能成功配對（分別為圖B1.2的黃色和深綠色部分），並用於回歸分析。[10]

圖B1.2
「擺動」及「不可以擺動」開放式基金樣本



632對依據投資範圍及主要資產類別相同，以及規模、年期及回報方面的百分比差異最小配對的開放式基金

8 晨星的數據提供者並不保證其提供的所有資料的準確性、完整性或時間性，亦不會就這些資料如何使用負責。

9 開放式基金的「實際」和「無擺動」價格由開放式基金以自願形式披露，取自晨星。

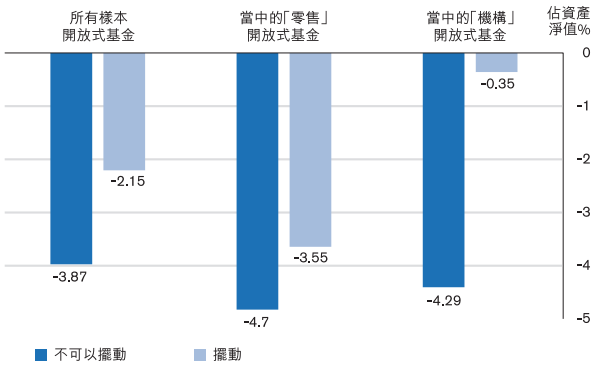
10 其餘「擺動」開放式基金並未能配對，因為「不可以擺動」開放式基金中沒有相同投資範圍及主要資產類別的基金。

在2020年3月的事件中，擺動定價有否降低開放式基金的流動性風險？

我們發現，在2020年3月的事件中，擺動定價顯著地減少了「擺動」開放式基金的資金流出。具體而言，圖B1.3的左方顯示，在其他因素相同下，「不可以擺動」開放式基金的淨流量估計在2020年3月期間減少了3.87個百分點，而「擺動」開放式基金的淨流量僅減少2.15個百分點。這意味著「擺動」開放式基金的資金流出較「不可以擺動」開放式基金少1.72個百分點或44%（即1.72個百分點除以3.87個百分點），表明擺動定價可能有效限制開放式基金在是次事件中的贖回壓力。

上述所展示的擺動定價的效用也適用於不同類型投資者的開放式基金。具體而言，我們將樣本分為「零售」及「機構」開放式基金，並將其分開進行配對和重新估計使用兩個子樣本的面板數據回歸模型。圖B1.3的中間和右方部分分別報告「零售」和「機構」開放式基金的結果，顯示兩者的「擺動」開放式基金的資金流出均較小。[11]

圖B1.3
2020年3月的事件中擺動定價對開放式基金資金流出的估計影響



註：
(1) 上圖描述了2020年3月事件中各開放式基金類別的開放式基金淨流量的估計變化。負數表示開放式基金流出。
(2) 深藍色棒（即「不可以擺動」開放式基金）與淺藍色棒（即「擺動」開放式基金）之間的差異顯示擺動定價的影響，對於「所有樣本」、「零售」及「機構」開放式基金而言其差異均在統計學上屬10%顯著水平。

資料來源：晨星及金管局職員估計數字。

11 最低認購額超過100,000美元或基金費用低於10個基點的開放式基金歸類為「機構」開放式基金，否則歸類為「零售」開放式基金。

哪些因素可能會限制擺動定價的效用？

我們發現，在市場受壓的時候，有三個因素可能會降低擺動定價的效用。首先，從設計上看，擺動定價將增加開放式基金回報的波動性，從而可能導致開放式基金資金流的波動性增加。在市場受壓時，贖回成本會大幅上升，開放式基金回報率的波幅亦會大幅增加[12]，因而令資金流波動，並增加其流動性風險。[13]

第二，我們發現「擺動」開放式基金的槓桿水平高於「不可以擺動」開放式基金。[14] 由於預期贖回壓力較低，「擺動」開放式基金可能會使用更高的槓桿以提高回報。然而，在市場受壓期間，高槓桿可能會加劇開放式基金的虧損，並導致更大的贖回壓力。

第三，允許使用擺動定價的開放式基金或不會披露其使用擺動定價的情況。然而，我們發現這種不披露的做法可能已在2020年3月事件中顯著削弱擺動定價的效用。[15]

結論及意義

本專題發現，在2020年3月的事件中，擺動定價能夠降低開放式基金的流動性風險。尤其是，曾使用擺動定價的開放式基金的資金流出低於不可使用擺動定價的開放式基金。

然而，是次研究也發現了三個在市場受壓時可能限制擺動定價效用的因素。這些因素包括(i)開放式基金因擺動定價導致的回報波動而出現較大的資金流波動；(ii)「擺動」開放式基金採用更高的槓桿；及(iii)部分開放式基金沒有披露擺動定價的使用情況。

綜合以上發現而言，我們有兩項政策建議。首先，儘管證據表明，擺動定價可以是一項有效的開放式基金流動性管理工具，但它或可能會產生「副作用」，包括更大的資金流波動性和更高的槓桿。適當的設計和與其他風險管理工具結合使用或可令擺動定價更有效地運作。例如，可考慮同時使用擺動定價和限制開放式基金的槓桿來應對因擺動定價而引致較高槓桿的情況。第二，訂立政策促進更高水平的相關披露，也可能提高擺動定價的效用。

12 在2020年3月事件中，擺動定價將「擺動」開放式基金樣本的回報方差提高50%。

13 我們的估計顯示，每當開放式基金回報方差提高一個單位，開放式基金的資金流方差就會提高13%。

14 我們的估計顯示，假設其他因素相同，「擺動」開放式基金的平均槓杆比率(即資產總長倉與資產淨值的比率)較「不可以擺動」開放式基金高10個百分點。

15 我們的估計顯示，當開放式基金不披露擺動定價的使用情況，其效果可減少多達51%。

專題2
投資者對氣候變化相關的轉型和實體風險是否敏感？基於全球股市的實證分析

引言[16]

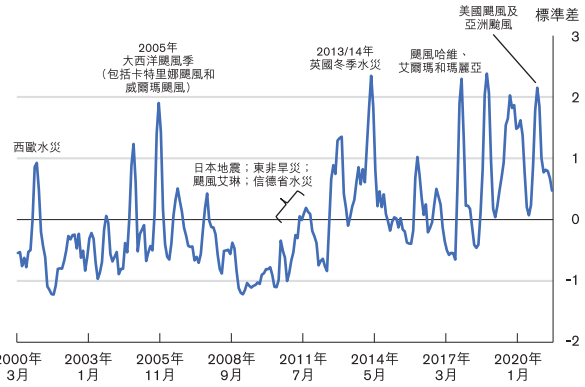
鑑於氣候變化會對企業未來的現金流構成重大不確定性，氣候風險有多大程度反映在金融資產價格備受關注。氣候風險敏感度不足或會構成金融穩定的潛在弱點，因為投資者一旦對有關風險的預期或情緒突然變化，可能會導致市場出現失序的重新定價。然而，量化氣候風險並不容易，令評估氣候變化對資產定價的影響變得複雜。是次研究建立了以報章為基礎的指數，反映公眾對氣候相關實體和轉型風險的觀感[17]，並探討環球股票價格會否對上述氣候風險觀感的變化有所反應。

基於報章的氣候風險指標

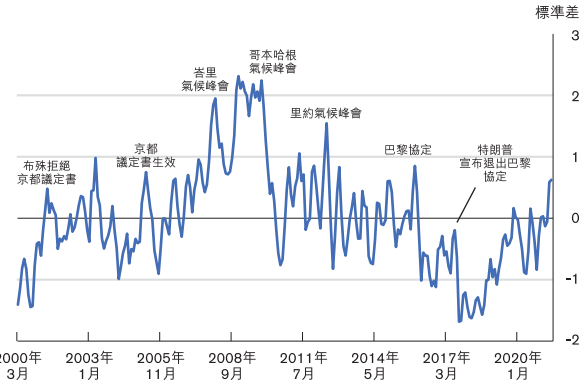
利用兩份在全球廣泛傳閱的報章（《紐約時報》及《衛報》）自2000年以來刊登的逾100,000份氣候相關新聞文章中所包含的豐富文字內容，我們建立了量化實體及轉型風險的指數。首先我們編制了與實體風險和轉型風險相關的兩個詞彙表，然後分別用來量化有關這兩項主題的新聞報道量。假設每當有相關資訊的事件發生時，報章會有較多篇幅報導，並提高公眾對氣候風險的認知，則上述基於新聞報導量的指數可作為公眾對氣候風險的觀感的指標。

圖B2.1及B2.2分別呈列我們的實體風險指數及轉型風險指數，高位及低位與全球主要氣候事件（如自然災害及國際氣候峰會）的發生時間吻合。由於氣候變化無分國界，加上多邊努力對推動各國氣候政策具重要性，因此我們着眼全球事態發展，而非僅限於各地報章上報導的本地消息。

圖B2.1
全球實體風險指數



圖B2.2
全球轉型風險指數



註：所示指數經標準差正常化，並為3個月移動平均。
資料來源：《紐約時報》、《衛報》及金管局職員計算。

評估投資者對氣候風險的敏感度

採用上述指數，我們使用股票回報模型估計投資者對氣候風險及企業環境表現的敏感度。具體而言，利用回歸分析，以上述兩項指數的變動、相關指數變動與企業的「綠色」表現的交互項，以及一系列在資產定價文獻中常用的控制變數，來解釋2000年1月至2021年5月期間一籃子全球企業樣本的月度股票回報。企業屬於「綠色」還是「棕色」產業，取決於六個虛擬變數，這六個變數是基於Refinitiv Eikon和S&P Trucost數據庫的年度環境數據構建。

16 有關詳情，請參閱張思穎（2021）「投資者對氣候相關的實體風險與轉型風險敏感嗎？來自全球股票市場的證據」，*金管局研究備忘錄* 2021/08。

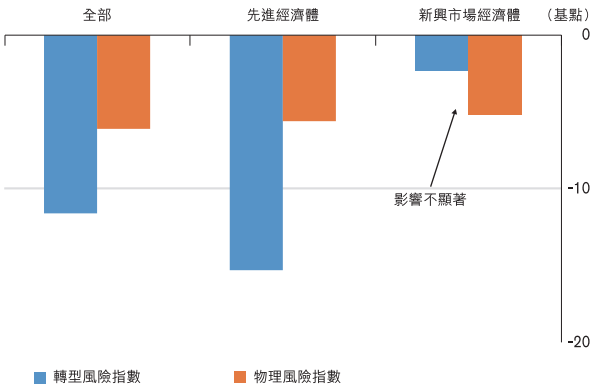
17 「實體風險」指氣候變化導致更頻繁及更嚴重的天氣事件對資產價值、生產力及整體經濟活動造成的潛在損害，而「轉型風險」來自綠色經濟轉型期間可預見或無法預料的氣候政策變化，可能導致部分行業面臨資產價值減值及／或業務成本增加。

表 B2.1
「綠色」及「棕色」虛擬變數

虛擬變數	變數 = 1，若果：
排放目標	公司已制定減排目標
排放政策	公司有改善減排的政策
排放披露	公司已披露若干形式的排放數據
高 ESG 評分	公司的 ESG 評分位於最高的 25 百分位數內
碳效率高	公司的總排放量對營業額比率處於最低的 25 百分位數內
碳效率低	公司的總排放量對營業額比率處於最高的 25 位百分位數內

我們首先估算剔除了綠色／棕色虛擬變數的模型，結果見圖 B2.3。藍色（橙色）棒代表總部位於不同經濟體的企業的平均股價對轉型（實體）風險指數上升的反應，具統計顯著性的結果以實色的顏色顯示，不具顯著性的結果以較透明的方式顯示。平均而言，兩個氣候指數上升均伴隨負股票回報，反映氣候風險增加往往意味經濟處於不利狀況。然而，其影響對在總部位於先進經濟體的企業較為明顯。對於新興市場經濟體的企業而言，其股票回報似乎對我們的氣候指數沒有反應。

圖 B2.3
股價對氣候風險指數上升的反應（按企業總部所在經濟體區分）

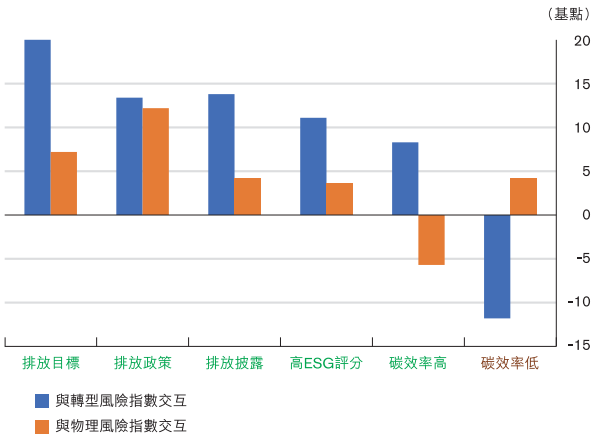


註： 統計學上顯著的結果（p 值少於或等於 5%）以實色列示，不顯著的結果以較透明的顏色列示。
資料來源：金管局職員估算數字。

如果模型重新加入於表 B2.1 所列的虛擬變數與氣候指數變化的交互項，以對比總部位於先進經濟體和新興市場經濟體的企業是「綠色」抑或「棕色」會對其股票定價帶來甚麼含意的話，我們可得出類似結果。圖 B2.4 及 B2.5 分別呈列先進經濟體及新興市場經濟體的交互項，其中藍色（橙色）棒代表了平均股價對轉型（實體）風險指數增加的反應。水平軸按虛擬變數將企業分類為「綠色」和「棕色」。

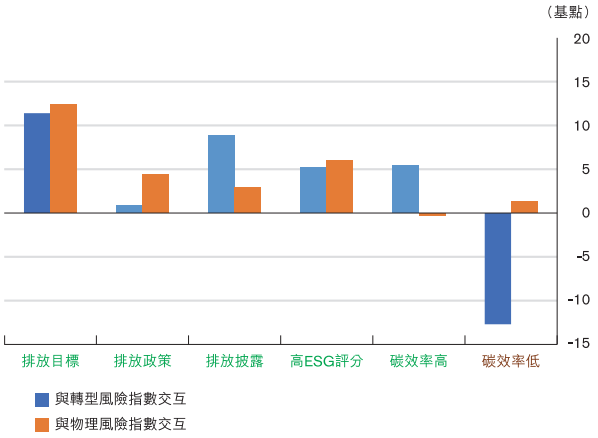
從綠色虛擬變數類別的正數、實色棒可見，當氣候風險增加時，綠色企業股票會錄得較高回報，這結果同樣是先進經濟體企業更為明顯。在先進經濟體中，例如訂立排放目標或政策、或者披露排放數據（不論其實際環境表現如何）等簡單措施，已足以將企業區分。ESG 評分及碳效益較高的先進經濟體可持續發展企業亦會在氣候轉型風險增加時表現更突出，而碳效益低的企業的股價回報則會受到懲罰。在對氣候的擔憂加劇時，綠色及棕色企業的股價表現出現不同走向的現象，與投資者因氣候政策的潛在改變而重新調整對企業現金流的預期，及將其偏好轉向綠色企業一致。[18]

圖 B2.4
先進經濟體企業股價對氣候風險指數上升的反應：綠色與棕色企業



[18] 例如可參閱Pastor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A. (2020) "Sustainable Investing in Equilibrium", Journal of Financial Economics, https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.12.011。

圖B2.5
新興市場經濟體企業股價對氣候風險指數上升的反應：綠色與棕色企業



註： 統計學上顯著的結果（p值少於或等於5%）以實色列示，而不顯著的結果以較透明的顏色列示。
資料來源：金管局職員估計數字

然而，與先進經濟體相比，新興市場經濟體的綠（棕）色企業的表現領先（落後）程度不大，大部分環境表現指標對股價回報的影響並不顯著。結合我們早前的調查結果，我們的結果反映新興市場經濟體投資者對氣候風險的敏感度相對較低。這一點與以下事實形成鮮明對比：新興市場經濟體由於其ESG融合程度較低、對化石燃料的依賴度較高、公共財政受較大限制，以及缺乏成熟的保險市場（因此由氣候災害所造成的未受保損失較大），所以更容易受到與氣候相關的轉型和實體風險影響。因此，新興市場經濟體股票的價格可能未有完全反映這些經濟體的企業所面臨的氣候風險程度，這可能對金融穩定性構成潛在影響，因為一旦投資者對這些風險的預期突然轉變，可能會觸發大幅金融虧損。

結語

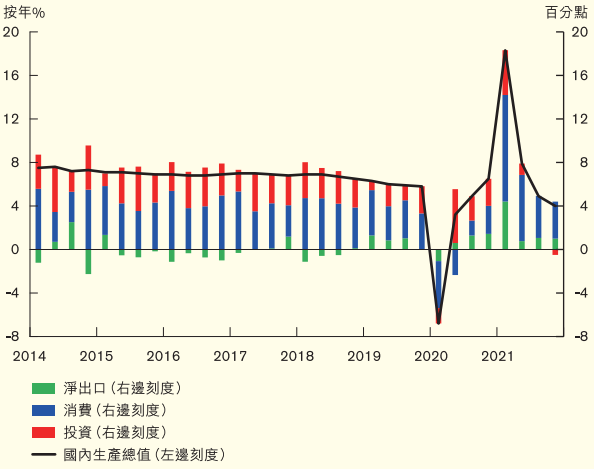
是次研究利用報章新聞量化氣候相關的轉型和實體風險，發現公眾認知的氣候風險增加往往伴隨股票回報欠佳，其中綠色（棕色）企業的表現領先（落後），而這現象在總部位於先進經濟體的企業更明顯。儘管新興市場經濟體的企業面臨非常實在的氣候變化威脅，但新興市場經濟體企業的股價對全球氣候風險及其環境表現似乎不太敏感。我們的發現揭示有需要更努力提高新興市場經濟體企業的投資者對氣候風險的意識。提升ESG的整合亦對新興市場經濟體擴大投資者基礎非常重要，因為應對氣候變化及綠色解決方案將成為全球投資者日益重要的關注點。

2.2 中國內地

實體經濟

在2021年上半年強勁復甦後，內地經濟在2021年下半年增長有所放緩，受新一波新型冠狀病毒疫情爆發、限電和房地產行業緊縮措施的影響。內地實際國內生產總值在2021年增長8.1%，高於官方目標的6%（圖2.7）。

圖2.7
中國內地：各需求組成部份對國內生產總值增長的貢獻



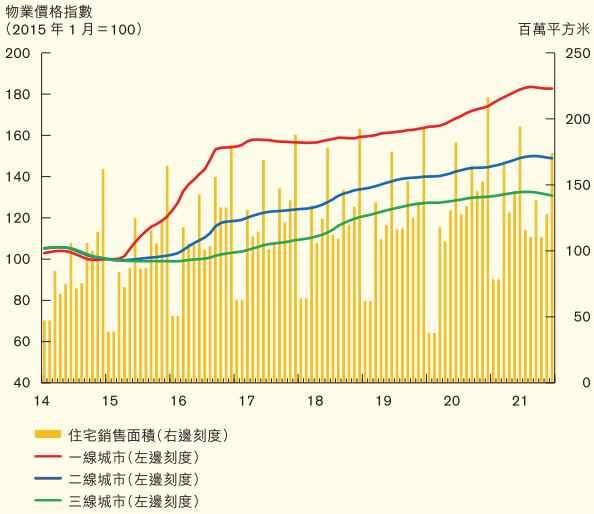
資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

短期內，內地經濟或繼續面對下行壓力。國內方面，雖然內地當局近期略為放寬房地產市場政策，但鑑於房地產與其他經濟部門的緊密聯繫，房地產市場持續低迷的情況仍可能在短期內持續，並對內需構成壓力。此外，Omicron疫情可能會減慢那些依賴於人與人緊密互動行業的復甦。但另一方面，疫情相關產品（如醫療用品和在家辦公設備）外部需求的回升，技術升級以及綠色化，可繼續為出口和製造業投資提供支持。隨着內地當局把穩增長作為首要任務並將2022年增長目標定為5.5%左右，基建投資在財政及貨幣政策的支持下亦有望加快（詳情請參閱本章最後一節）。根據最新的共識預測，中國內地經濟在2022年將增長5%。

資產及信貸市場

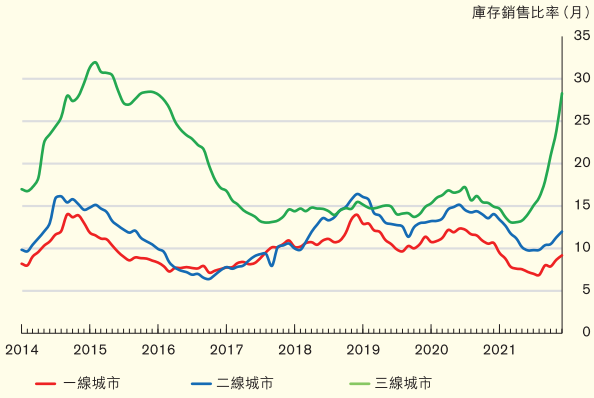
2021年下半年，在緊縮措施的實行下，內地房地產市場活動明顯收縮。儘管各線城市的房價都有所回軟，但房價的累計跌幅目前仍然溫和（圖2.8）。與此同時，由於市場氣氛疲弱，住宅銷售面積按年大幅下跌。庫存銷售比率因此上升，尤其是在三線城市。該比例在2021年底大幅上升至28個月，接近2015年的31個月高位（圖2.9）。

圖2.8
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

圖2.9
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率

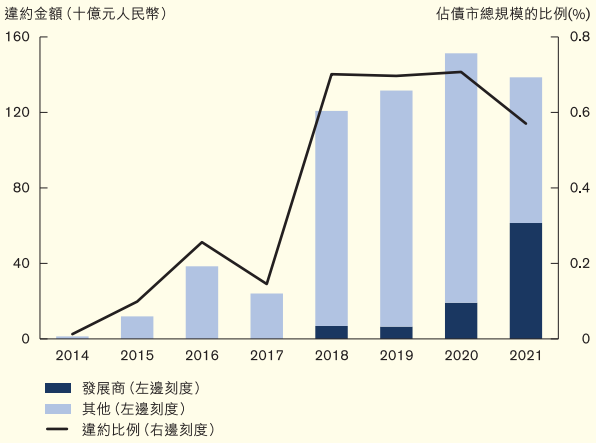


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

為穩定房地產市場，當局在2021年底略微放鬆調控政策，以滿足房地產開發商的合理融資需求和購房者的合理住房需求。[19] 在促進房地產市場良性循環的同時，2021年中央經濟工作會議亦重申「房住不炒」，因此全面放鬆房地產調控政策的可能性不大。

在岸債券違約總額由2021年上半年的870億元人民幣減少至2021年下半年的520億元人民幣，國企的在岸債券違約亦有減少。專題3評估地方國企債券的定價，發現近期的違約事件可能導致投資者調整地方國企所能獲得政府支持的預期。此外，房地產開發商的違約金額在2021年上半年達330億元人民幣之後，下半年繼續保持在290億元人民幣的高位。2021年全年，在經濟迅速復甦的推動下，在岸債券違約總額略為下降，整體在岸債券違約率仍低於1%（圖2.10）。[20] 然而，房地產開發商的違約金額升至610億元人民幣，佔2021年在岸債券違約總額的44%。

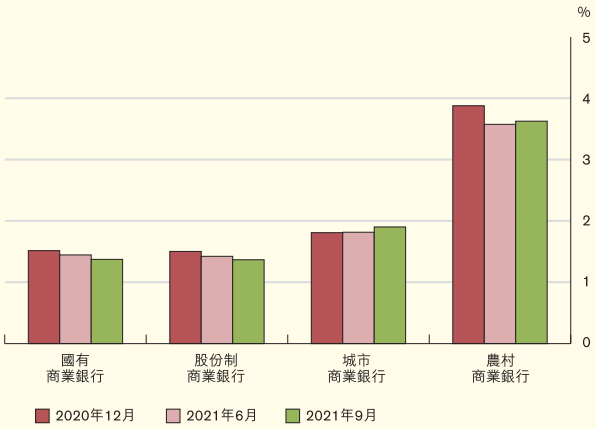
圖2.10
中國內地：在岸債券違約規模及比例



註：同一債券的重複違約只計算一次。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

銀行業的整體風險仍然可控。內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）對房地產開發商貸款的風險敞口有限，相關風險敞口亦於回顧期內進一步下降，其原因是貸款標準收緊導致房地產開發商貸款增速放緩。此外，國有銀行的不良貸款率仍然較低，從2020年底的1.52%進一步下降至2021年第4季的1.37%（圖2.11）。另外，內地大型銀行的撥備覆蓋率由2020年的215%改善至2021年底的239%，遠高於監管要求。但是，一些小型銀行仍然面臨資產質素壓力。特別是農村商業銀行，儘管其不良貸款率較2020年底的3.88%有所下降，但在2021年底仍保持在3.63%的較高水平，這從一定程度上反映出不同經濟部門復甦不均衡。

圖2.11
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



資料來源：CEIC。

匯率及跨境資本流動

由於出口表現強勁，在岸人民幣在2021年下半年大部分時間內走強。離岸人民幣匯率緊隨在岸人民幣匯率，回顧期內在岸人民幣與離岸人民幣間的息差有所收窄（圖2.12）。為加強內地銀行的外匯流動性管理，中國人民銀行於2021年12月9日宣布將外匯存款準備金率從7%上調至9%。彭博提供的共識預測2022年第2季人民幣匯率將回落至6.40，一定程度上反映出市場預期中美息差收窄。

19 為增強購房者信心，中國人民銀行及中國銀行保險監督管理委員會宣布，支持銀行向優質開發商提供貸款收購出現風險的大型開發商的未竣工項目，並保護購房者的權益。

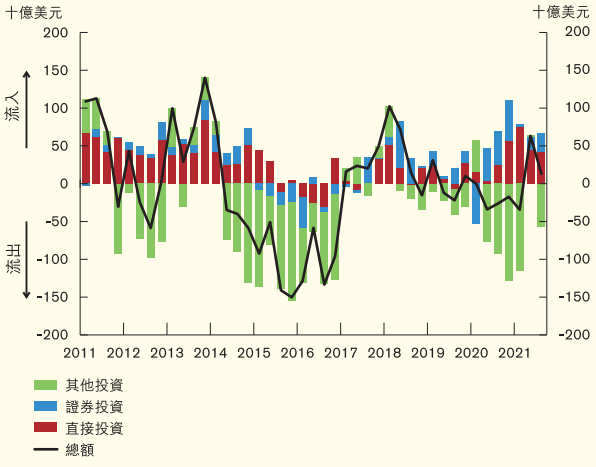
20 數據涵蓋在銀行間市場和交易所上市和挂牌的企業及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。

圖2.12
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率

資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

回顧期內，資本流出壓力大致受控，外匯儲備保持在3萬億美元以上。最新的國際收支平衡統計數字顯示，2021年第3季錄得輕微資本淨流入。這主要由於強勁的外國直接投資流入和外國投資者對持有內地債券的強烈興趣，抵消了居民增加海外存款和向非居民提供更多貸款所導致的資本流出。（圖2.13）。

圖2.13
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

展望未來，疫情的不確定性加上全球貨幣政策的分歧（尤其是中美之間）可能加劇跨境資本流動的波動。長遠而言，內地金融市場的進一步開放或會繼續吸引更多外國投資。

貨幣及財政政策

鑑於經濟面臨下行壓力，當局在回顧期內加強使用逆周期調節措施，同時強調了宏觀政策的連續性、穩定性及可持續性。

在貨幣政策方面，中國人民銀行宣布自2021年12月15日起下調存款準備金率50個基點，為銀行體系釋放長期資金約人民幣1.2萬億元。2022年1月中旬，中國人民銀行下調1年期中期借貸便利和7天期逆回購利率各10個基點，進一步降低了銀行間市場的融資成本。為降低企業的借貸成本，中國人民銀行亦於2021年12月底及2022年1月中旬分別下調1年期貸款市場報價利率5個及10個基點。作為按揭利率參考的5年期貸款市場報價利率亦於2022年1月中旬下調5個基點。在一系列寬鬆措施下，金融機構的7天銀行間質押式回購加權利率和10年期中央政府債券收益率從2021年12月的2.6%和2.8%分別降至2022年1月的2.2%和2.7%，降低了實體經濟的融資成本。

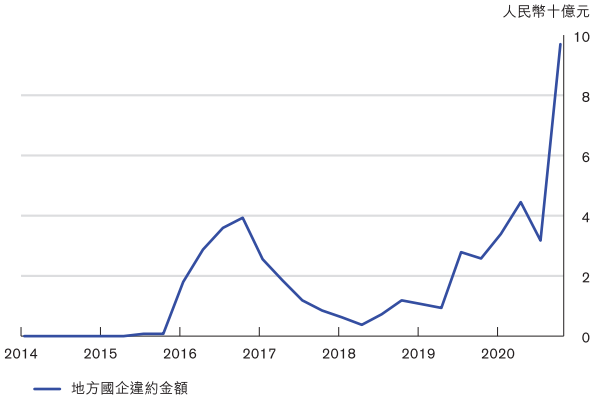
財政政策方面，政府將採取更加積極的政策立場，包括加快公共開支、加快基建投資，以及實施針對中小企業的減稅降費。因此，當局提前下達了2022年第1季度1.46萬億元人民幣的地方政府專項債務限額。儘管當局採取擴張性財政政策，地方政府債務的整體風險仍然受控，2021年內地地方政府債務餘額對國內生產總值的比率維持在27%的低水平，與2020年相若，但一些經濟基本面相對較弱的地方政府或須面對更密切的監測。

專題3
中國內地地方國企債券定價

引言

儘管中國內地債券市場整體違約率仍維持在低於1 %的較低水平，國企的債券違約額近年有所上升(圖B3.1)。國企違約的增加，在一定程度上反映出在去槓桿化的進程中及新型冠狀病毒爆發造成的經濟阻力下，部分內地國企財務狀況的惡化。問題在於，這些信貸違約事件會否令內地國企的債券價格更準確地反映其隱含的風險。為闡明這一問題，本專題探討地方國企債券定價在多大程度上偏離其基本面因素(例如發行企業的機構風險、發行債券層面的證券特徵)，以及國企違約事件和地方政府財政空間對這偏離程度的影響如何隨著時間而改變。

圖B3.1
內地債券市場：地方國企債券違約金額



註：地方國企違約金額按地方國企債券違約的四個季度移動平均數計算。
資料來源：Wind及金管局職員計算。

方法與數據

首先，我們估算一家地方國企的債券發行收益率含有的省份溢價。省份溢價是國企融資成本中不涉及信貸風險的部分，因此在一定程度上反映了投資者眼中地方政府對地方國企的支持力度。在實證方法上，省份溢價由回歸方程(1)中的省份虛擬變量 $Z_{p,t}$ 獲取。在回歸方程(1)中，我們將某時點 t 位於某省份 p 的國企 i 發行的債券 k 的信用息差，就包含債券特徵的控制向量 $X_{i,p,t}[k]$、發行人特徵的控制向量 $F_{i,p,t}$、隨時間變化的省份虛擬變量 $Z_{p,t}$ 及殘差部分 $\varepsilon_{i,p,t}[k]$，進行回歸。

$$息差_{i,p,t}[k] = \beta_0 + \beta_1 \overbrace{X_{i,p,t}[k]}^{債券風險} + \beta_2 \overbrace{F_{i,p,t}}^{發行人風險} + \overbrace{\boldsymbol{\beta_3} Z_{p,t}}^{省份溢價} + S_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,p,t} \quad (1)$$

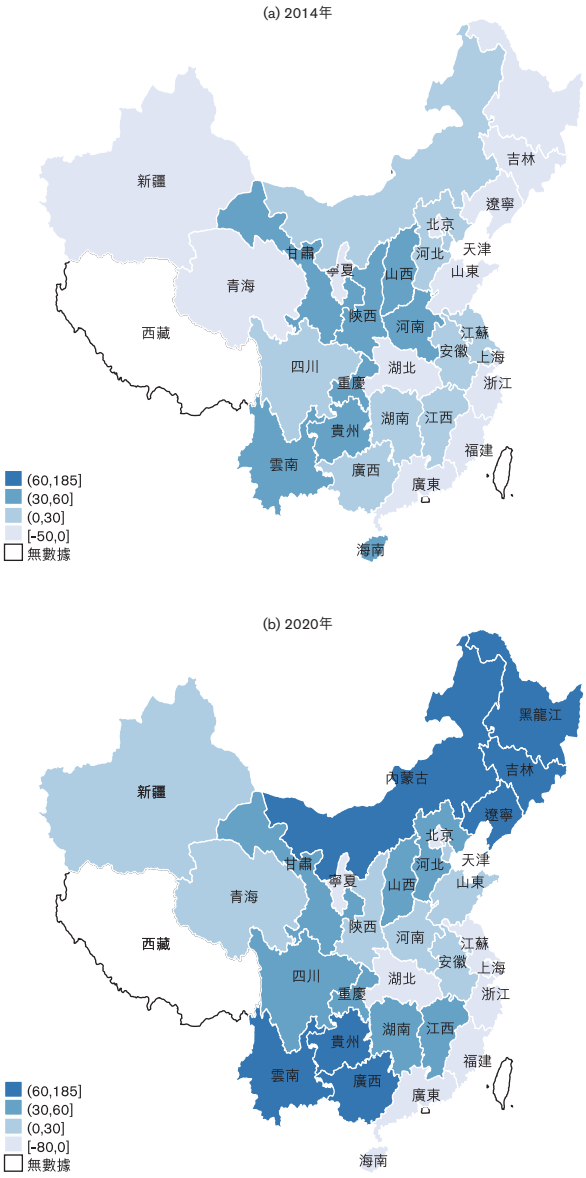
信用息差指相同年期且同一交易日 t 的國企債券收益率 k 與中國國債收益率的息差。回歸方程當中已納入的行業固定效應 S_i 和季度固定效應 λ_t，用以衡量特定行業的風險定價以及發行時的金融市況。

$\widehat{\boldsymbol{\beta}}_{\boldsymbol{3}}$ 按季估計，以確保在每個省份有足夠觀測量的情況下反映不斷變化的省份溢價。[21]

下一步，我們試圖識別對所估計的省份溢價的潛在影響因素。我們採用在主權信貸風險文獻中(例如Aizenman et al. (2013))通常考慮的若干宏觀經濟因素，包括政府財政空間、固定資產投資(佔國內生產總值的百分比)、貿易開放程度(進出口量總和，佔國內生產總值的百分比)及經濟發展水平(人均國內生產總值)等。此外，我們還包括了違約事件這一虛擬變量，如果該省份上個季度發生地方國企債券違約事件，則該變量取值為1，否則為0。我們的樣本期間為2013年第1季至2020年第4季，數據來自Wind和CEIC。

[21] 此處所估計的地方國企債券包含的省份溢價是相比於相似的中央國企債券(採用中央國企作為基準是因為這類企業可能獲得的中國內地政府支持最高，使違約可能性最低)。因此，地方國企面臨的省份溢價(即額外融資成本)越高，則隱含投資者認為省級政府的支持(相對中央國企獲得的中央政府支持)會越低。

圖 B3.2
中國內地省份溢價估計值2014年與2020年比較

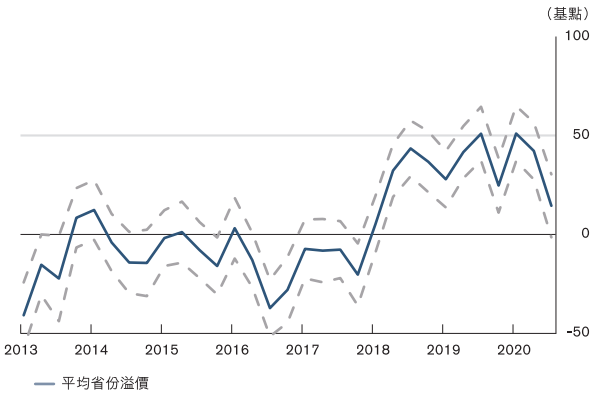


實證結果及政策啟示

圖B3.2分別顯示了2014年(第一宗國企債券違約發生之前)和2020年(經歷了地方國企違約增加後)的省份溢價估計。於2014年，近一半省份的地方國企(較淺色的兩組，圖B3.2 (a))被視為並無風險或風險甚微。然而，在接下來的六年裏，在經歷兩波國企違約潮之後，形勢發生了變化。2020年(圖B3.2 (b))除部分東南沿海地區外，估計的省份溢價普遍升高。更值得注意的是，東北地區省份的省份溢價由2014年接近全國最低位升至2020年的全國最高位。西南地區也出現類似的變化，但幅度較小。

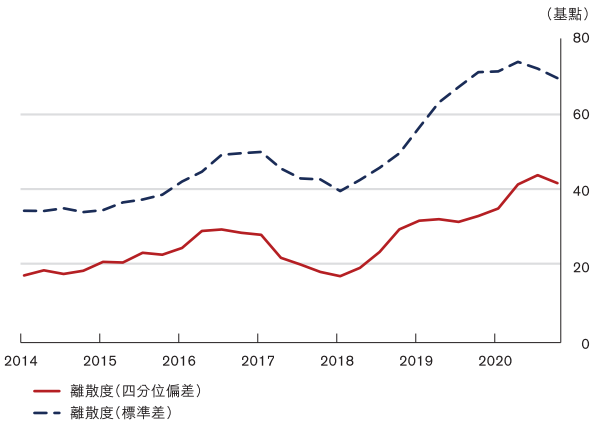
全國範圍來看，內地平均省份溢價的估計值也有所增加：此溢價的估計值在2018年前一直低於10個基點，但在2018年開始顯著升高，到近年來徘徊在20-70個基點(圖B3.3)。事實上，大部分的增幅是由於對不同省份國企債券的信用區分上升所致。這一證據亦可見於不斷擴大的省份間溢價離散度，且無論是通過省份溢價的標準差還是四分位偏差來衡量，其離散度都出現類似的上升(圖B3.4)。

圖 B3.3
中國內地平均省份溢價的估計結果



註： 各省份的估計省份溢價與參考組別(中央國企)相比，而基準季度為2013年第一季。

圖 B3.4
中國內地省份間溢價估計值的離散度



註： 四分位偏差的定義為(第75百分位數 — 第25百分位數)／2。

圖B3.4顯示，市場預期風險的估計範圍增加了超過二倍，這一趨勢似乎與地方國企的違約週期一致。該周期中，地方國企違約在2016-2017年期間回升，並在2019-2020年進一步上升。實際上，我們的實證分析顯示，前一季度的違約事件會導致下一季度地方國企債券發行的資金成本平均增加17-18個基點（表B3.1）。這表明地方國企信用違約事件可能會導致投資者調整不同地區地方國企獲得政府支持程度的預期。[22]

我們的實證分析也指出了其他幾個因素對省份溢價的重要性。例如，我們發現固定資產投資／國內生產總值比率是明顯的正向關係，表明當地方經濟發展對固定資產投資更為依賴時，投資者可能會要求更高的省份溢價。人均國內生產總值與省份溢價呈相反關係，顯示較高水平的經濟發展傾向於降低省級風險。另一方面，該省的貿易開放程度似乎並無相關性。除了經濟基本因素對省份溢價有顯著影響外，估計結果還表明地方政府的財政空間在統計和經濟意義上是顯著及重要的決定因素。具體而言，債務／財政收入比率每上升一個百分點，省份溢價估計值將增加0.11-0.12個基點，而債務／國內生產總值比率每上升一個百分點，估計值將增加0.64-0.85個基點。

表B3.1
中國內地財政空間、地方國企債券違約及省份溢價

因變數	或有債務：地方政府債券＋地方政府融資平台		顯性債務：地方政府債券	
省份溢價的估計值	(1)	(2)	(3)	(4)
宏觀經濟基本因素				
固定資產投資比率	0.49***	0.55***	0.52***	0.57***
	(0.13)	(0.13)	(0.13)	(0.13)
貿易開放程度	1.22	2.50	1.78	2.68
	(1.67)	(1.74)	(1.63)	(1.61)
人均國內生產總值	-12.43***	-13.67***	-10.45***	-12.31***
	(3.49)	(3.38)	(3.51)	(3.39)
財政領域				
債務／財政收入	0.11***		0.12***	
	(0.03)		(0.03)	
債務／國內生產總值		0.64*		0.85**
		(0.31)		(0.32)
信貸事件				
違約事件	16.91**	17.71**	16.65**	17.37**
	(6.22)	(6.49)	(6.20)	(6.42)
省份固定效應	有	有	有	有
樣本數	930	930	930	930
R方	0.55	0.54	0.55	0.55

註：表B3.1呈列二份結果，取決於財政空間計算方法的不同。(1) -(2) 使用地方政府的或有債務（包括地方政府融資平台發行的債券），(3) -(4) 僅考慮地方政府債券作為其債務。

結論

本專題研究了中國內地債券市場的價格發現。我們發現，投資者逐漸要求提高地方國企債券融資的回報，這一發現與地方國企違約數量的增加以及地方政府財政空間的分化趨勢相吻合。研究結果顯示，持續推進的國企改革以確保民企與國企之間實現市場中立，以及進一步加強關於政府政策框架的溝通以及管理市場對隱性擔保的預期，均可助改善中國內地的信貸分配效率及國有企業債券定價。

參考

Aizenman, J., M. Hutchison, and Y. Jinjarak (2013). What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CD's spreads and market pricing of risk. *Journal of International Money and Finance* 34, 37–59.

[22] 亦請參閱國際貨幣基金組織2021年的"Global Financial Stability Report: October 2021"的第1章。

3. 本港經濟

隨着貨物出口及私人消費持續增長，香港經濟於2021年下半年繼續復甦，自2019年以來首次恢復全年正增長。踏入2022年，新一波本地疫情以及因此而收緊的社交距離措施對本港經濟活動構成壓力。預計整體經濟於2022年全年合計將維持復甦，惟其力度及步伐會受疫情及美國貨幣政策正常化等不明朗因素及風險所影響。這些不利因素亦可能影響繼2021年顯著改善後的勞工市場前景。儘管本地通脹可能隨着進口價格上漲而在短期內稍升，但本地租金和勞工成本疲軟，應會抑制整體物價壓力。

3.1 實體經濟活動

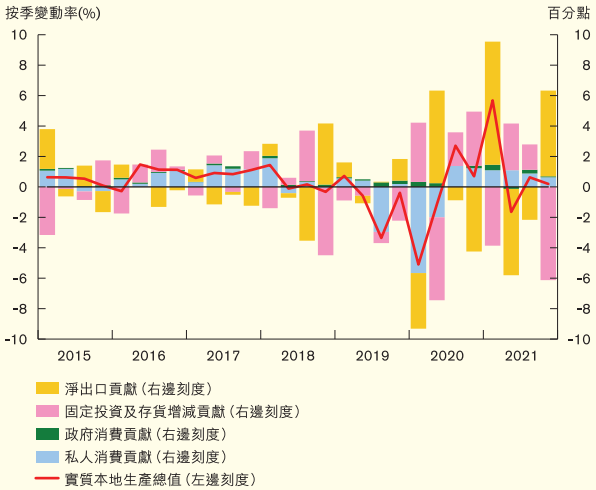
香港經濟於2021年下半年繼續復甦。按年比較，實質本地生產總值於第3季進一步增長5.5%，並在第4季增長4.8%（表3.A），但其增長速度較上半年有所放緩。2021年全年合計，實質本地生產總值增長6.4%，是自2019年以來的首次全年正增長。

表3.A
實質本地生產總值增長

		按年增長率(%)	經季節因素調整的按季增長率(%)
2020	第1季	-9.3	-5.1
	第2季	-9.4	-1.1
	第3季	-4.1	2.7
	第4季	-3.4	0.7
2021	第1季	8.0	5.7
	第2季	7.6	-1.6
	第3季	5.5	0.6
	第4季	4.8	0.2

資料來源：政府統計處。

圖3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



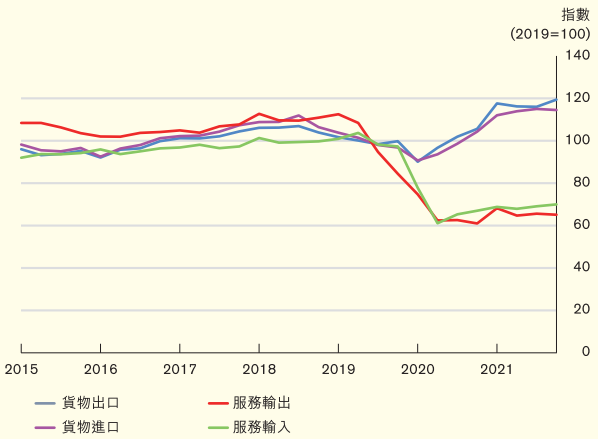
註：增長率經季節性調整。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

按季比較，經濟活動於2021年第3季和第4季分別溫和增長0.6%及0.2%（圖3.1）。本地方面，勞工市場狀況改善，加上政府推行消費券計劃，帶動私人消費上升。然而，整體投資開支繼之前連續兩個季度的強勁反彈後，於最後一季有所回落。外圍方面，隨着全球經濟持續復甦，香港貨物貿易表現保持強勁，而服務貿易則維持疲弱，部分原因是訪港旅遊業仍然處於停滯狀態（圖3.2）。[23] 以淨值計算，對外貿易拖累

[23] 2021年訪港旅客人次仍然低迷，按年大跌97.4%。

第3季本地生產總值，但對第4季本地生產總值增長提供支持。

圖3.2
進出口量



註：增長率經季節性調整。
資料來源：政府統計處。

新一波本地疫情以及因此而收緊的社交距離措施在2022年初為本港經濟活動構成壓力。政府推出第五輪及第六輪防疫抗疫基金，並在《2022-23年度財政預算案》下推出額外的逆周期措施以支撐經濟。[24] 為了支持現金流，「百分百擔保個人特惠貸款」及各項在「中小企融資擔保計劃」下的擔保產品會優化，最高貸款額獲提高，申請期及還款期亦會延長。金管局聯同銀行業亦將「預先批核還息不還本」計劃延長至2022年10月底。計劃亦同時為借款人提供一個為期一年的部分本金還款選項，而該選項亦適用於「中小企融資擔保計劃」下的貸款。[25]

預計香港經濟於2022全年合計將繼續復甦，但增長步伐將較2021年緩慢，部分反映全球經濟增長在疫情持續下放緩及較高的基數效應。具體而言，香港的貨物出口將繼續受惠於全球經濟擴張。[26] 政府推動多項基本工程及基建項目亦將為經濟提供支持。政府預測2022年實質本地生產總值增長介乎2.0%至3.5%，而國際組織及私人機構分析師的增長預測平均為1.6%。然而，香港經濟復甦的力度和步伐受到前面幾章所述的眾多不明朗因素及風險所影響。尤其是近期疫情發展、美國貨幣政策正常化步伐加快，以及地緣政治擔憂加劇（例如俄烏局勢）讓近期香港以至全球經濟前景蒙上陰影。另一方面，若香港恢復與中國內地免檢疫通關的時間較預期早，或可刺激本地經濟增長。

3.2 勞工市場狀況

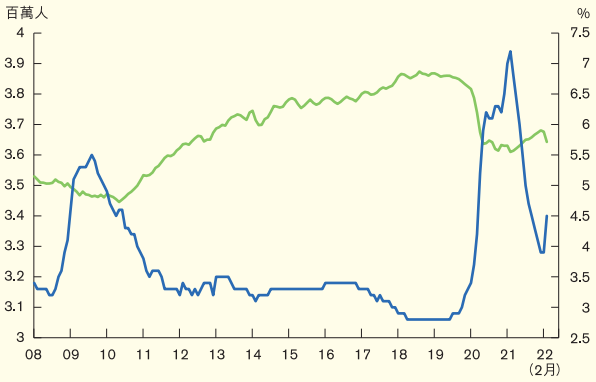
隨着經濟復甦，勞工市場在2021下半年進一步改善，經季節性調整的失業率在年底下跌至3.9%（圖3.3）。2021年12月的整體就業人數亦從2021年2月的近期低位反彈2.0%，惟仍低於疫情前的水平。2022年初，官方數據顯示勞工市場壓力在新一波本地疫情下再度浮現。此外，網上招聘廣告數量下跌亦反映新職位空缺有所減少。展望未來，新一波本地疫情以及收緊防疫措施會於短期內對本地勞工市場（尤其是涉及面對面接觸的行業）構成一定壓力。長遠點看，勞工市場狀況將取決於本地疫情發展及本地經濟復甦的步伐。

24 這些措施包括向合資格居民提供一次性$10,000港元的電子消費券和設立住宅租金開支扣稅。政府預計這些逆周期措施以及基建和其他開支會為經濟增長帶來3個百分點的提振作用。

25 金管局在2022年1月11日亦宣布把「預先批核還息不還本」計劃下的貿易融資貸款還款期進一步延長90天。

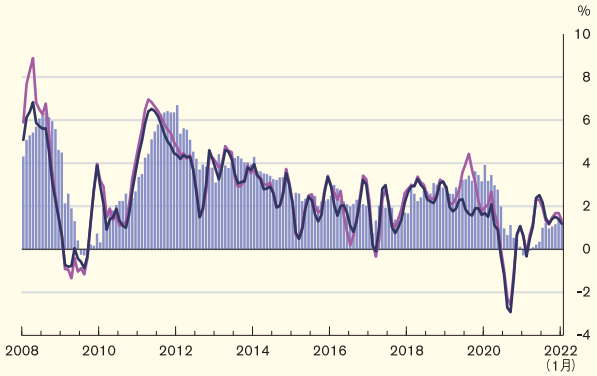
26 此外，隨着10個東盟成員國以及中國內地、澳洲、日本、南韓及新西蘭之間簽訂的《區域全面經濟伙伴關係協定》於2022年1月1日生效，這項全球最大的自由貿易協定將促進區內貿易流通及有利於香港的對外貿易。

圖3.3
勞工市場狀況



資料來源：政府統計處。

圖3.4
反映消費物價通脹的不同指標

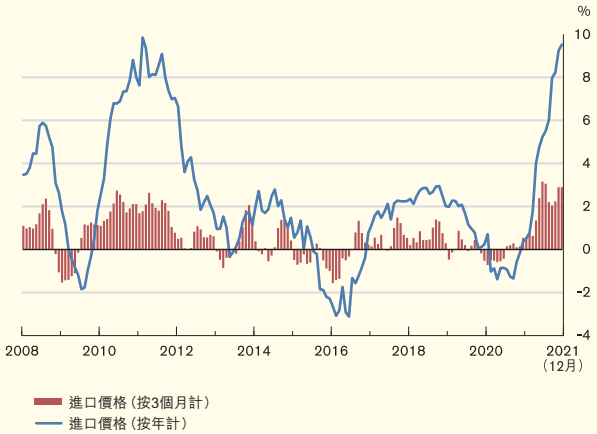


資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

3.3 通脹

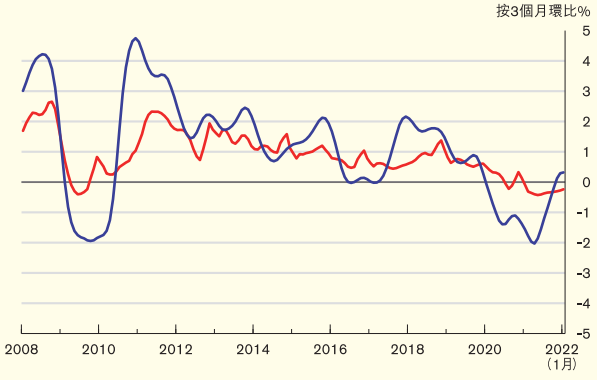
本地通脹壓力在近月大致增加，但仍保持溫和。按年比較，基本消費物價通脹率於2021年第3季及第4季分別微升至1.1%及1.2%，而2022年1月仍為1.2%（圖3.4）。[27] 反映通脹動力的按三個月以年率計的基本通脹率在最近幾個月亦有所回升。具體而言，隨着本地需求復甦和外部價格上漲（圖3.5），外出用膳和一些能源相關項目的價格上升速度加快。同時，綜合消費物價指數的房屋租金項目繼續大致下降，從而抑制整體通脹動力（圖3.6）。儘管實質單位勞工成本仍然疲軟，但在最近幾個季度輕微上升，部分由於實質平均薪金有所改善（圖3.7）。

圖3.5
香港進口價格



資料來源：政府統計處。

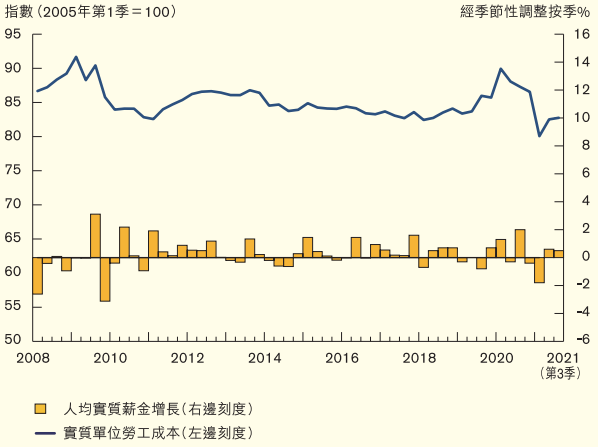
圖3.6
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

[27] 受惠於政府一次性紓困措施，2021年第3季及第4季的按年整體通脹率為2.3%及2.0%，高於2021年第1季及第2季1.6%的平均水平。

圖3.7
單位勞工成本



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，隨着進口價格上漲和疫情導致物流受到干擾，預計本地通脹短期內將稍升。然而租金疲軟和本地勞工成本壓力溫和，應會抑制整體物價壓力。市場共識預測2022年的整體通脹率將達到2.4%，而政府預測2022年的整體通脹率為2.1%，基本通脹率為2.0%。

4. 貨幣及金融狀況

在本地股市避險氣氛及美國貨幣政策正常化的憂慮下，港元匯率於回顧期內回軟。由於港元流動資金充裕，香港銀行同業拆息繼續處於低水平。整體而言，港元外匯及貨幣市場交易繼續暢順有序。展望未來，儘管美國貨幣政策、疫情和地緣政治緊張局勢升級的不明朗因素可能會加劇資金流波動，但香港擁有充足的外匯儲備及穩健的銀行體系，有能力抵禦資金流波動帶來的衝擊。

4.1 匯率及資金流

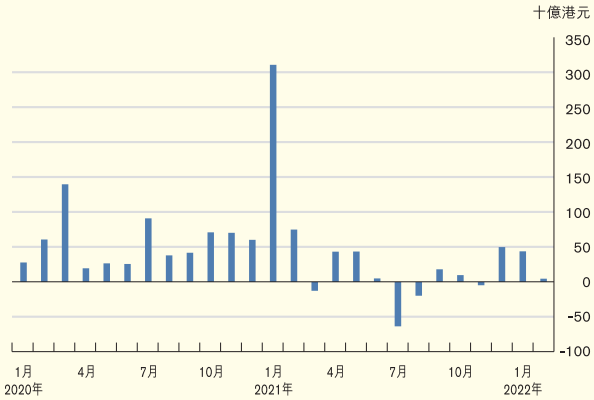
整體而言，港元在大部分時間處於兌換保證範圍的強方，交易繼續暢順有序。自2021年9月以來，港元兌美元在本地股市避險情緒下逐步回軟（圖4.1）。儘管由於市場氣氛改善令港元在2021年10月輕微反彈，但港元升勢其後失去動力，主要由於經滬港通和深港通的南向淨買入資金疲弱（圖4.2），以及市場預期美元將隨着美聯儲的貨幣政策前景轉趨鷹派而走強。回顧期內，新股集資活動繼續為港元提供支持（圖4.3）。[28]

存款總額於回顧期內溫和增長，並沒有資金流出本港銀行體系的顯著跡象。[29] 與此同時，最新的國際收支平衡數字顯示，非居民的直接投資在2021年下半年繼續流入香港，而且沒有跡象顯示跨境資金流動出現異常。

圖4.1
港元匯率

資料來源：金管局。

圖4.2
經滬港通和深港通的南向淨買入

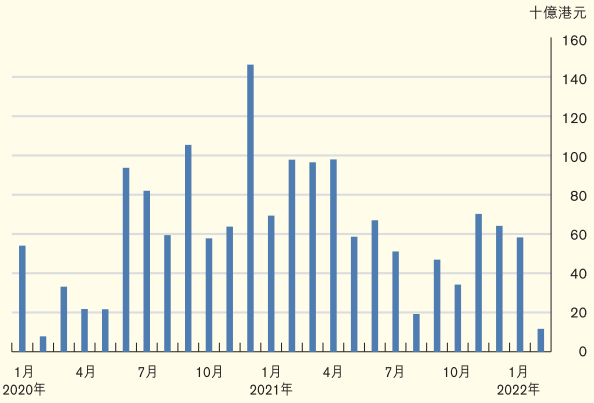


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

[28] 港交所數據顯示，截至2022年2月28日，有159宗上市申請個案。當中有24家公司的上市申請獲批，另外135家公司的上市申請仍在處理中。

[29] 有關本港存款增長的詳細分析，請參閱第4.2節。

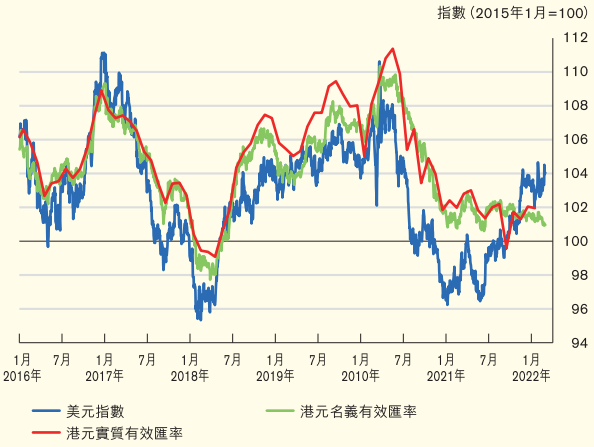
圖4.3
於香港交易所(港交所)籌集的股票資金



資料來源：港交所。

儘管美元在回顧期內走強，但由於人民幣兌港元升值，港元名義有效匯率指數保持平穩(圖4.4)。鑑於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小，因此港元實質有效匯率指數大致跟隨名義有效匯率指數的走勢。

圖4.4
名義及實質有效匯率



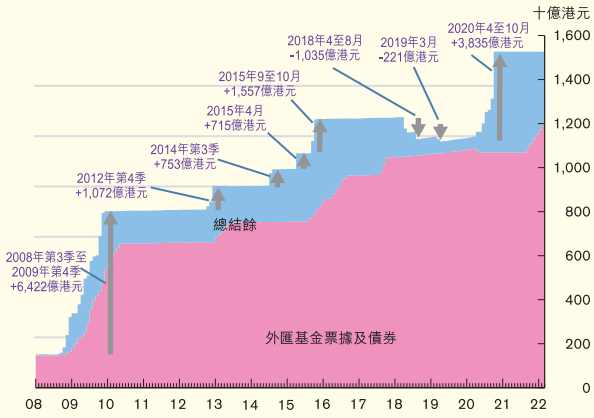
註：實質有效匯率指數經季節因素調整，僅有月度數據。
資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，美國貨幣政策、疫情發展和地緣政治緊張局勢升級的不明朗因素可能會加劇資金流波動。隨着美元利率上升，根據聯繫匯率制度(LERS)的正常運作，港元資金的流出(速度及規模將取決於屆時的市況)有可能導致港元走弱並觸發弱方兌換保證。香港亦擁有充足的外匯儲備及健全的銀行體系，有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

4.2 貨幣環境及利率

於回顧期內，香港的貨幣環境保持寬鬆。港元貨幣基礎自2021年6月底以來的八個月內上升1.4%，主要受負債證明書增加所帶動。反映為應付銀行在銀行體系流動資金充裕下，對外匯基金票據的持續需求而增發的票據，回顧期內外匯基金票據及債券增加1,197億港元至11,887億港元，總結餘(進行貼現窗活動前)相應減少1,199億港元至3,376億港元(圖4.5)。[30] 同時，政府發行的紙幣及硬幣相對保持穩定。

圖4.5
總結餘及外匯基金票據及債券

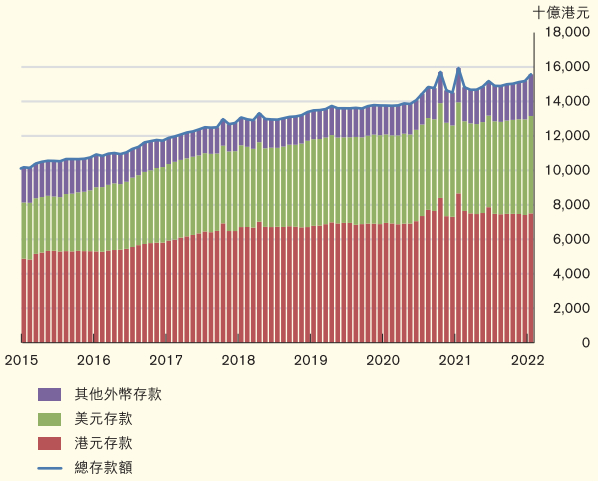


資料來源：金管局。

自2021年7月底以來的六個月內，認可機構的存款總額溫和增長4.5%，而港元存款略為增長0.3%。然而須注意貨幣統計數字或會受到各種短期因素(例如季節性與公開招股相關資金需求，以及營商與投資相關活動)影響而出現波動，因此適宜觀察較長期趨勢。2021年全年，存款總額及港元存款分別增長4.6%及1.4%。

30 為應付銀行在銀行體系流動資金充裕的環境下，對外匯基金票據的持續需求，金管局於2021年9月至2022年2月期間增加91日期外匯基金票據的發行量。票據發行量共增加1,200億港元而總結餘則相應減少。由於增發外匯基金票據只是貨幣基礎的組成部分之間的轉移，因此增加外匯基金票據供應的安排符合貨幣發行局制度的運作原則。

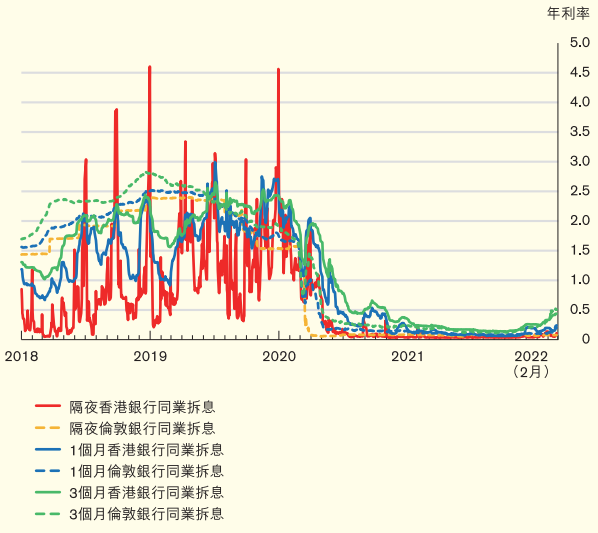
圖4.6
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

整體而言，香港的銀行同業市場交易繼續暢順有序。由於銀行體系的流動性充裕，儘管市場憂慮美國收緊貨幣政策，但香港銀行同業拆息繼續保持在低位（圖4.7）。部分反映市場預期接近年底時資金需求上升，2021年12月香港銀行同業拆息輕微回升。新造按揭的平均貸款利率由2021年7月的1.48%略為上升至2022年1月的1.56%。另一方面，主要零售銀行的最優惠貸款利率於回顧期內維持不變，介乎5.00%至5.50%之間。展望未來，銀行體系的流動性充裕，在大型資本市場活動或金融市場出現波動時能夠提供充足的緩衝。

圖4.7
港元與美元銀行同業拆息

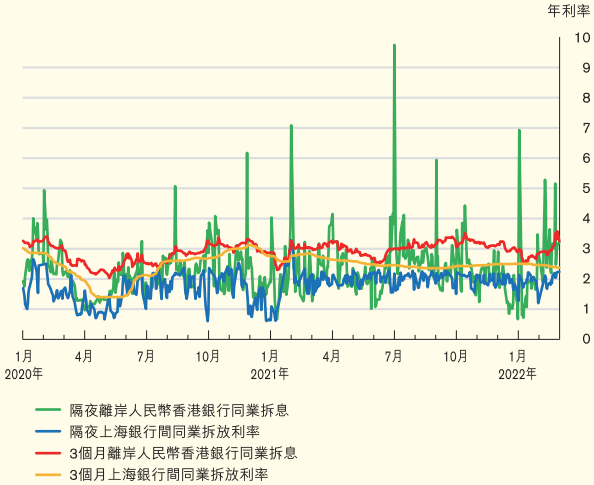


資料來源：CEIC及金管局。

離岸人民幣銀行業務

回顧期內，離岸人民幣同業市場繼續正常運作。[31] 受接近年底時的季節性流動性需求影響，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息在2021年12月下旬出現輕微波動，而3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息相對保持穩定，並在整個回顧期內徘徊在3%附近（圖4.8）。

圖4.8
隔夜及3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價

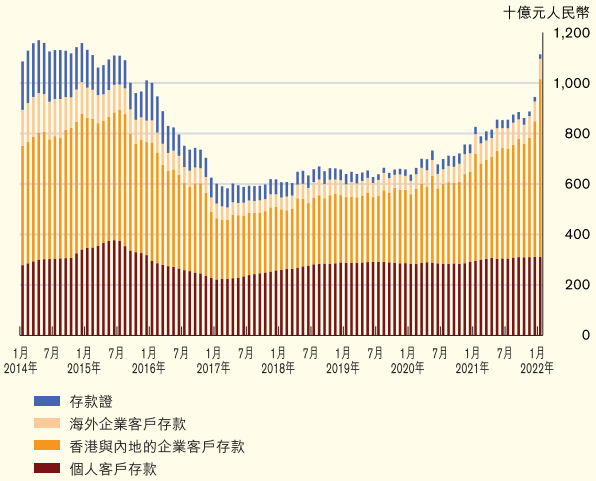


資料來源：CEIC。

2021年下半年，香港的離岸人民幣資金池繼續穩步增長。自2021年7月底以來的六個月內，人民幣客戶存款及存款證餘額增長30.3%，於2022年1月底達11,135億元人民幣（圖4.9及表4.A）。其中，人民幣客戶存款主要受企業資金流入所帶動而增加33.5%，抵銷存款證餘額48.0%的跌幅。

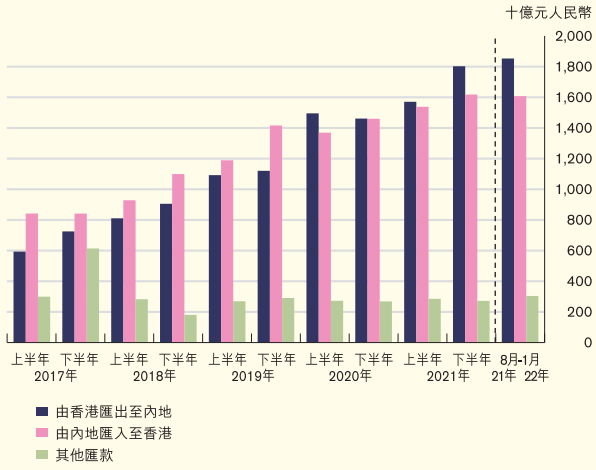
[31] 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第2.2章。

圖4.9
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

圖4.10
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

表4.A
離岸人民幣銀行業務統計

	2020年12月	2022年1月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	757.2	1,113.5
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	721.6	1,095.9
人民幣存款佔存款總額(%)	5.9	8.6
人民幣存款證（十億元人民幣）	35.5	17.6
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	152.1	167.6
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	206	213
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	99.4	127.7
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	97.3	82.9
	2020年	**2021年**
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	6,324.1	7,083.6
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	2,827.7	3,154.6
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	2,955.0	3,371.3
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣）	1,191.5	1,522.6

資料來源：金管局。

自2021年7月以來的六個月期間，雖然人民幣貸款餘額減少10.2%至1,676億元人民幣，但香港的人民幣貿易結算繼續增長。2021年7月底至2022年1月底期間，本港銀行處理的交易額達37,630億元人民幣（圖4.10），較去年同期的31,810億元人民幣增加18.3%。香港龐大的人民幣資金池繼續支持大量人民幣支付及融資交易。2021年全年，人民幣即時支付結算系統的平均每日成交量由2020年的11,915億元人民幣上升至15,226億元人民幣。

展望未來，隨着南北雙向的滬港通、深港通、債券通和跨境理財通設立，內地資本帳持續開放、國際投資者對人民幣資產的需求增加，以及「一帶一路」和「粵港澳大灣區」倡議下區域經濟金融合作的深化，香港離岸人民幣業務預期將會受惠。

資產市場

全球主要股市2021年第4季持續上揚，但在市場日益憂慮發達經濟體主要央行的緊縮立場及俄羅斯和烏克蘭的衝突升溫下，主要股市自2022年1月以來有所整固。港股市場在2021年第4季持續低迷，主要受科技股大幅下跌所拖累。全球風險以及香港疫情發展的不確定性導致恒生指數在2月底跌至近2年的新低。與此同時，香港離岸人民幣債券市場在2021年下半年繼續穩定增長。住宅物業市場自2021年中以來有所回軟，部分受資產市場氣氛減弱及本地新一波疫情所影響。

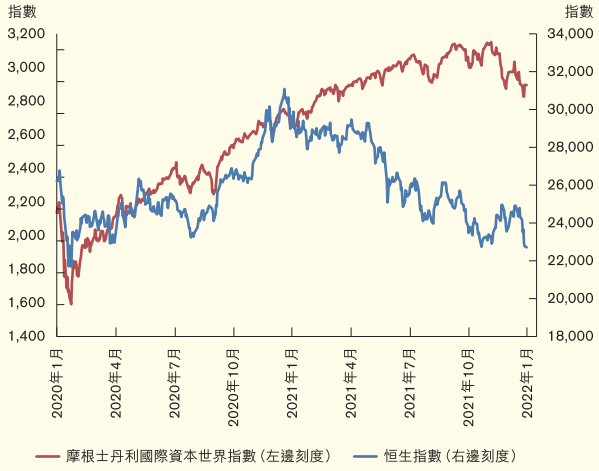
4.3 股市

全球主要股市整體上在2021年最後一個季度繼續上揚，帶領摩根士丹利國際資本世界指數在2022年1月4日創下3,262點的歷史新高（圖4.11）。在政府貨幣和財政政策的刺激下，全球經濟復甦以及強勁的企業盈利支持了全球主要股市的升勢，但疫情仍是投資者全年的主要風險憂慮。然而，全球主要股市2022年1月初以來有所整固，市場日益憂慮發達經濟體主要央行在通脹風險急升下的緊縮立場，商品價格急升，以及俄烏衝突升溫。

相比之下，2021年底，香港股票市場繼續落後於其他環球主要股市。恒指於9月至11月中在24,000點至26,500點之間徘徊，於2021年年底收報23,398點，較2020年下跌14.1%。2022年初，價值投資者的買入興趣重回香港股票市場，推動恒指在1月回升至約25,000點。然而，香港疫情發展的不確定性和不斷升溫的俄烏衝突拖累恒指在2月底跌至近兩年新低的22,713點。

於2021年8月底至2022年2月的整個回顧期間，恒生指數下跌12.2%，而摩根士丹利國際資本世界指數則下跌5.2%（圖4.11）。

圖4.11
恒生指數及摩根士丹利國際資本世界指數

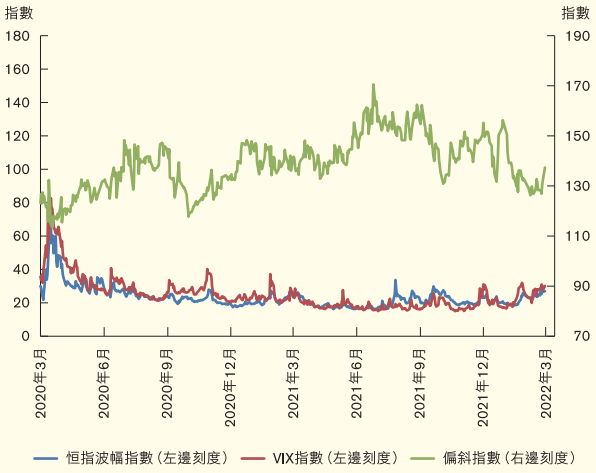


資料來源：彭博。

由於高傳染性的Omicron變種病毒出現，股市引伸波幅在2021年11月底大幅波動，其後有所回落。儘管偏斜指數從2021年6月下旬的歷史高位回落，但仍處於高位，反映投資者擔憂自疫情爆發以來股市的長期反彈會出現調整，因此願意投入更多資金對沖股市下跌風險（圖4.12）。[32]

[32] 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率微不足道。隨着偏斜升至100以上，標普500指數回報分布的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱https://www.cboe.com/products/vix-index- volatility/volatility-indicators/skew。

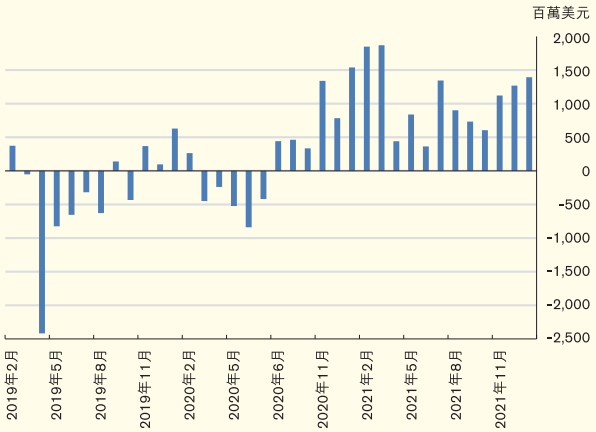
圖4.12
恒生指數及標普500指數的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博。

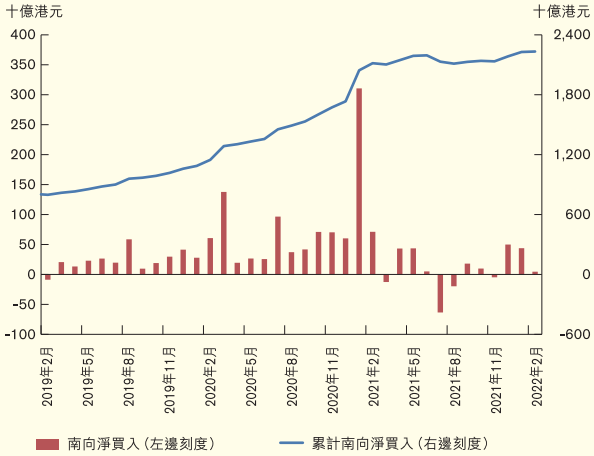
在全球流動性充裕的背景下，港股自上次報告以來持續錄得國際投資者資金淨流入（圖4.13）。相比之下，港股通南向於2021年第3季度錄得資金大幅淨流出，主要是由於擔心內地監管變化對科技股的影響。然而，透過港股通南向的買盤於2021年12月開始回升，至2月底共錄得983億港元的資金流入。於回顧期內，淨買入資金額累計增加5.7%至22,330億港元（圖4.14）。

圖4.13
香港的股票市場資金淨流入



資料來源：EPFR Global。

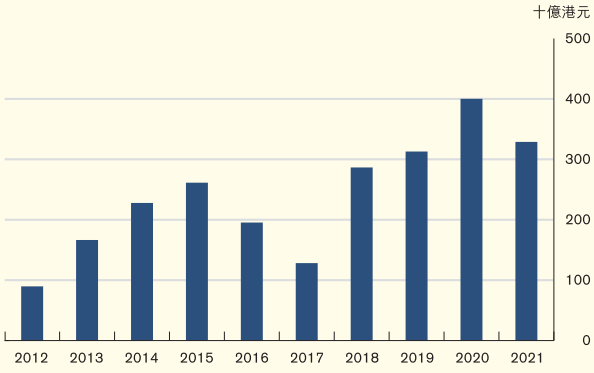
圖4.14
透過股市互聯互通機制的淨流動



註：南向淨買入金額指滬港通及深港通淨買入額的總和。
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

香港一級市場於2021年上半年籌集的資金創下歷史新高後，於下半年放緩。2021年全年共有98宗新股上市，合共籌集資金3,289億港元（圖4.15），籌集資金總額較之前一年下降17.8%。2021年，港交所在全球公開招股市場排名第四，僅次於納斯達克、紐約證券交易所及上海證券交易所。

圖4.15
香港首次公開招股市場



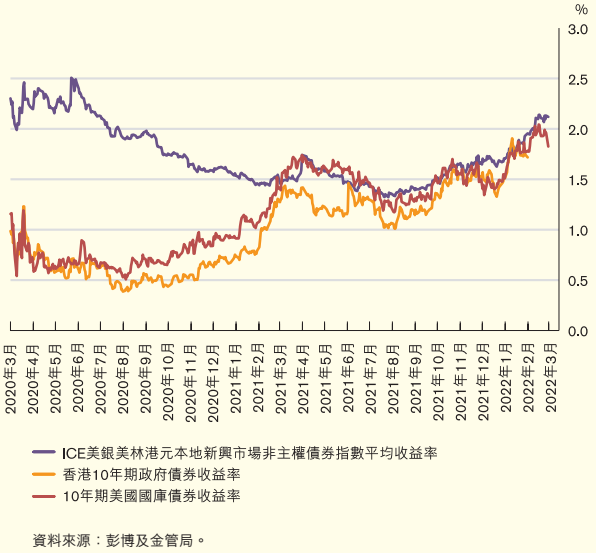
資料來源：香港交易所。

本地股市前景仍然不明朗。內地貨幣政策的放鬆以及更多中概股來港在一級市場作第二上市將改善香港股票市場的情緒。但是，股市仍面臨許多不利因素，包括本港疫情發展的不明朗、美國貨幣政策正常化步伐較預期快，以及俄烏衝突的升級。

4.4 債券市場

隨着債券收益率微升，2021年下半年港元債新發行放緩，儘管如此，港元債券市場的未償還金額繼續擴大。在全球供應鏈持續中斷和就業市場緊縮的背景下，美國通脹加速，10年期美國國債收益率在2022年2月10日飆升至2.09%的超過兩年的高位。然而，由於俄烏衝突升溫，對避險資產的需求激增，10年期美國國債收益率在2月底跌至略高於1.8%的水平。大致跟隨美國國債收益率的變動，港元10年期主權債券和非主權債券的收益率於回顧期內也有所上升（圖4.16）。

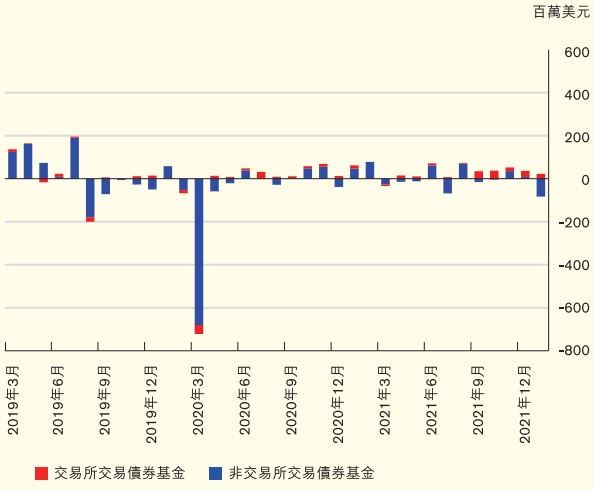
圖4.16
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率



資料來源：彭博及金管局。

香港在2021年下半年繼續錄得債券資金淨流入（圖4.17）。交易所買賣的債券基金於2021年9月至2022年2月期間錄得1.403億美元的債券資金淨流入。資金流入的部分原因可能來自於2021年5月就香港上市的固定收益交易所買賣基金及貨幣市場交易所買賣基金所推出兩項新的費用寬免。非交易所交易買賣的債券基金則錄得約6,000萬美元債券資金淨流出。整體而言，於回顧期內香港錄得超過8,000萬美元的債券資金淨流入。

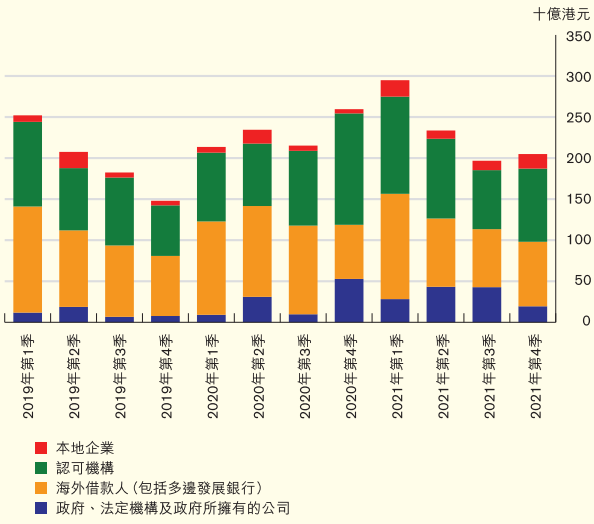
圖4.17
交易所買賣及非交易所交易買賣的香港債券基金淨流量



資料來源：EPFR Global。

2021年下半年，港元債券總發行量較上年同期減少了2.1%至21,634億港元。由於外匯基金票據及債券的發行量輕微增長，下跌原因源於非外匯基金票據及債券發行量的減少。其中，認可機構的發行量下降了29.0%，而海外借款人的發行量亦減少了14.2%（圖4.18）。

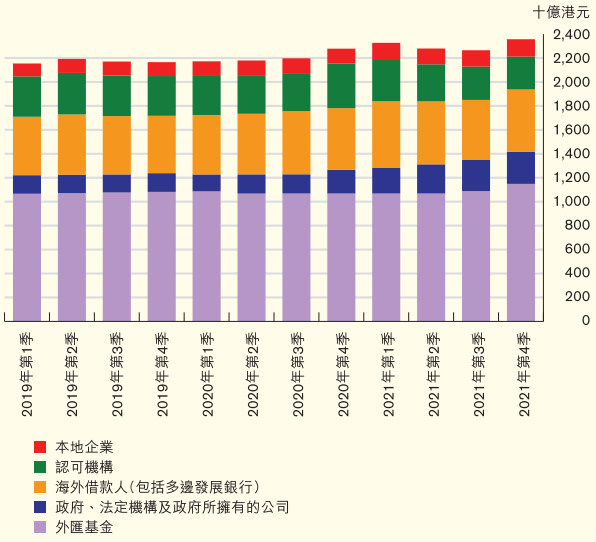
圖4.18
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債券



資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

儘管2021年下半年的總發行量下降，但2021年底的未償還港元債券金額按年增長3.5%至23,568億港元（圖4.19）。該金額相當於港元M3的29.3%或銀行業以港元計值資產的24.4%。其中政府部門非外匯基金票據及債券的未償還金額按年急升36.2%至2,698億港元，而外匯基金票據及債券的未償還金額按年增加7.5%至11,486億港元。

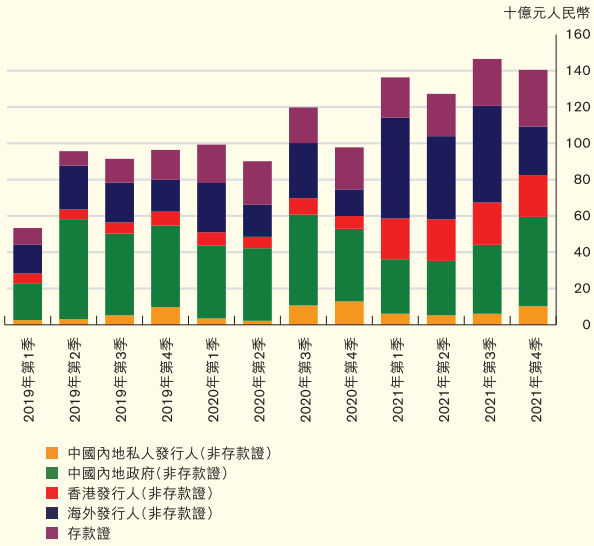
圖4.19
未償還港元債券（按發行人劃分）



資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

香港離岸人民幣債券市場在2021年下半年繼續增長。2021年下半年新發行的債券總額較去年同期增長31.9%至2,870億元人民幣，大幅增長的原因主要來至於海外實體非存款證發行量上升77.5%以及存款證發行量上升33.3%。同時，內地政府的發行量下跌3.1%至872億元人民幣，而內地私營發行人的非存款證發行量下跌30.7%至164億元人民幣（圖4.20）。

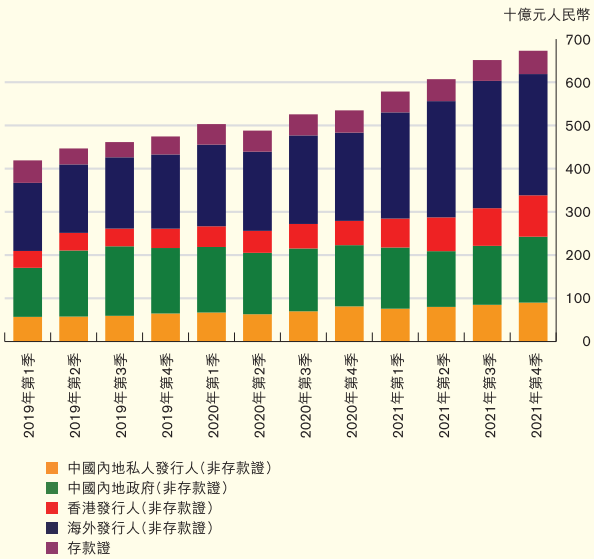
圖4.20
在香港新發行的離岸人民幣債券量



資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

由於新債發行量急增，截至2021年底，離岸人民幣債券的未償還總額錄得25.8%的按年增幅，至6,730億元人民幣（圖4.21）。

圖4.21
香港的未償還離岸人民幣債券



資料來源：金管局職員根據彭博、債務工具中央結算系統、Dealogic及路透社數據估算的數字。

香港債券市場前景短期內將受到多項因素所影響，尤其是全球經濟復甦的可持續性，Omicron變種病毒快速蔓延下疫情的發展，能源價格上漲以及主要央行為應對通脹上升所採取的貨幣政策等多方面不明朗的因素。這些因素均可能對香港債券市場的市場情緒產生壓力。儘管人民幣固定收益資產的估值將會因內地與其他主要先進經濟體之間的預期貨幣政策有分歧而受惠，但對人民幣債券違約率上升的擔憂仍可能持續，這可能會抑制投資者對離岸人民幣債券的需求。

中期而言，本港債券市場的發展受多項政策措施所支持。2021年9月15日，中國人民銀行與香港金管局發出聯合公告，公布期待已久的債券通「南向通」，於2021年9月24日正式開通。[33]債券通「南向通」為內地金融機構提供了一條便捷的渠道以投資香港及環球債券市場。這是香港與內地資本市場互聯互通的新里程碑。

於2021年10月12日，深圳市政府在香港推出首批離岸人民幣地方政府債券，總額為50億元人民幣。[34]除2年期債券外，3年期及5年期債券均為綠色債券。這也標誌着香港和內地市政府共同使用香港債券市場平台進行綠色融資所作出的努力。

這些新政策舉措為香港債券市場的蓬勃發展奠定了基礎，擴大了本地債券投資者基礎，並進一步豐富了其產品類型。

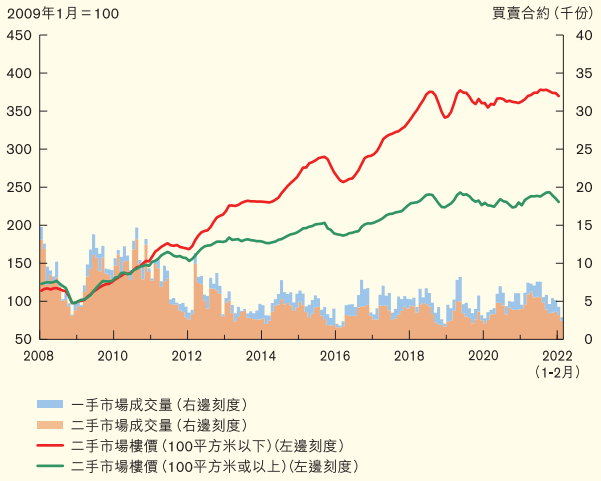
4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場自2021年中以來有所回軟。市場氣氛因本地股市波動加劇、美國加息憂慮增加、Omicron變種病毒蔓延，以及本地社交距離措施收緊而受壓。每月平均成交量從2021年上半年約6,700宗的近期高位下跌至下半年的5,700宗（圖4.22）。在本地新一波疫情和農曆新年假期效應影響下，參觀單位（俗稱睇樓）活動減少，住宅成交量進一步下跌至2022年1月至2月的3,594宗。

二手市場樓價在2021年9月達至近期高位後也有所放緩。其中，大型單位（實用面積100平方米或以上）的價格下降速度較中小型單位（實用面積小於100平方米）略快（圖4.22）。整體而言，儘管樓價在2021年第4季下降1.2%，但全年合計仍錄得3.6%的升幅。踏入2022年，中原城市領先指數在3月初較2021年底回落約3%。

圖4.22
住宅物業價格及成交量



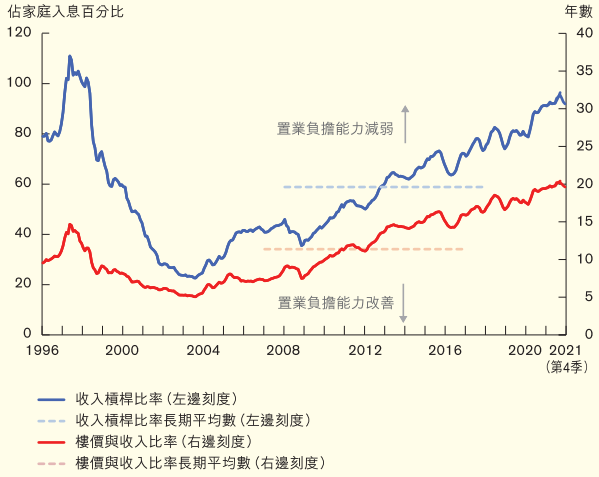
資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

33 債券通「南向通」首個交易日，超過40家內地金融機構和11家香港莊家達成了超過150筆交易，涉及金額約40億元人民幣。

34 債券獲超額認購2.5倍，吸引全球89個政府、保險公司及退休金基金的認購。

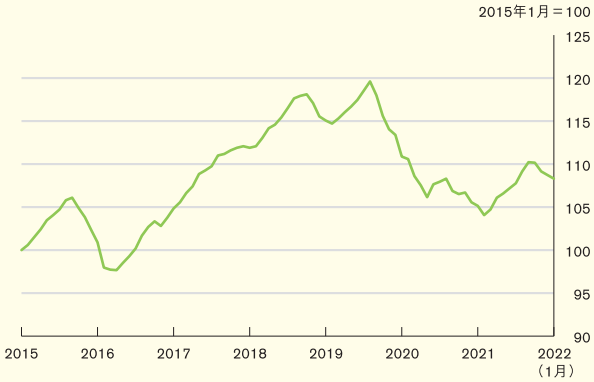
置業負擔能力仍然偏緊。2021年第4季的樓價與收入比率達至19.8，而1997年的峰值約為15。收入槓桿比率亦達至92.9%的高位，遠高於其長期平均值（圖4.23）[35]。房屋租金在2021年第2季和第3季隨着本地經濟活動復甦而上升，然而在截至2022年1月的四個月內再次回軟1.7%，並仍較2019年8月的高位低9.4%（圖4.24）。買租價差[36]（現為正值）在2021年第4季略為收窄。2022年1月的住宅租金收益率保持在2.1–2.4%的低位。

圖4.23
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖4.24
房屋租金



資料來源：差餉物業估價署。

儘管經濟環境充滿挑戰，金管局自2009年以來推行的宏觀審慎措施有助抑制家庭槓桿水平以及加強銀行對按揭貸款的風險管理，從而提高家庭及銀行抵禦潛在的利率或樓市衝擊的能力。2022年1月的新造按揭成數為54%，低於首次採取相關措施之前64%的水平，而供款與入息比率亦維持在約36%的低水平。專題4利用成交大數據探討由非銀行機構提供的住宅按揭貸款的普及程度，並討論其相關政策的啟示。

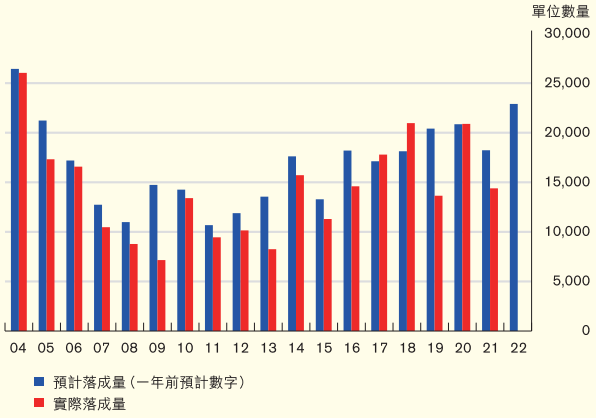
住宅物業市場前景受到如前面幾章所述的眾多不明朗因素及風險所影響。本地方面，新一波本地疫情以及重新收緊社交距離措施可能會拖累經濟復甦，並抑制住屋需求。外圍方面，美國政策利率前景的不確定性將繼續影響物業市場氣氛。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口。政府預計未來幾年私人住宅供應量仍會維持在高位（圖4.25）。[37]

35 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。另一方面，收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局審慎監管措施設定的上限要求。

36 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

37 差餉物業估價署預計2022年至2023年私人住宅單位的每年平均落成量將超過22,000個單位，高於過去五年的平均水平。

圖4.25
預計及實際私人單位落成量

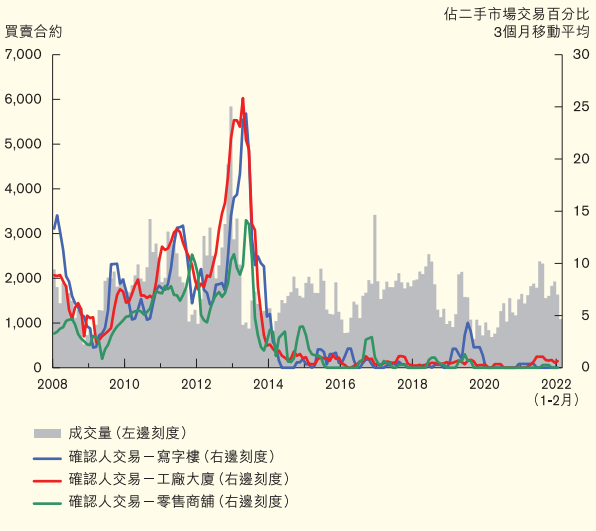


資料來源：運輸及房屋局以及差餉物業估價署。

非住宅物業市場

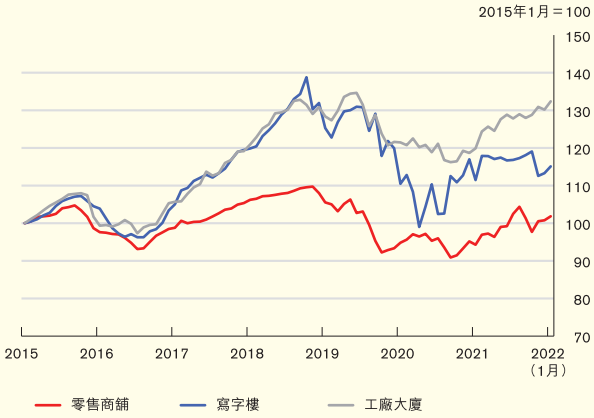
非住宅物業市場繼2021年上半年有所改善後，在下半年呈現回穩跡象。期內每月平均成交量保持在約1,700宗的高位，而投機活動仍然淡靜（圖4.26）。寫字樓的價格仍然受壓，而零售物業及工廠大廈的價格則大致平穩，但它們仍低於2018年或2019年相應的高位（圖4.27）。租賃市場方面，寫字樓租金持平，而零售商舖及工業物業的租金隨着商品貿易強勁及零售銷售表現改善而上升（圖4.28）。2021年12月非住宅物業的整體租金收益率繼續保持在2.5–2.9%的低位。在2022年初，官方數據和市場消息均顯示非住宅物業市場活動有所放緩。

圖4.26
非住宅物業成交量



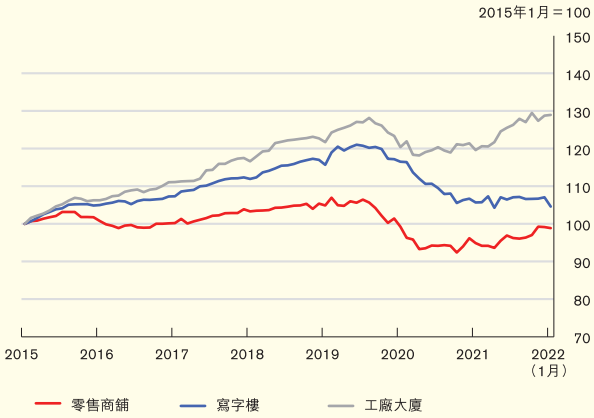
資料來源：土地註冊處、中原地產代理有限公司。

圖4.27
非住宅物業價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

圖4.28
非住宅物業租金指數



資料來源：差餉物業估價署。

非住宅物業市場前景將取決於最近的疫情發展，以及不斷演變的經濟環境。例如，新一波本地疫情下，更嚴厲的社交距離措施以及因此轉差的營商氣氛，可能會抑制對商業物業的需求，尤其是寫字樓市場在未來數年將會有更多供應。[38] 另一方面，恢復與中國內地的免檢疫通關，或有利非住宅物業市場。

[38] 根據差餉物業估價署的預測，於2022年將有超過173,000平方米的私人寫字樓落成，這是自2020年以來的最高水平。

專題4
利用成交大數據監察香港非銀行機構提供的住宅按揭貸款

引言

除銀行外，放債機構、地產發展商及其相關的財務公司亦會向香港的置業人士提供按揭貸款。這些非銀行機構並不屬於金管局的監管範圍，有可能會削弱宏觀審慎政策的效力。鑑於目前僅有一些總計或零散的非銀行按揭數據[39]，因此本專題利用成交大數據，加強定期監察及數據收集，以更完善地偵察這些非銀行機構於住宅按揭市場的活動。[40]

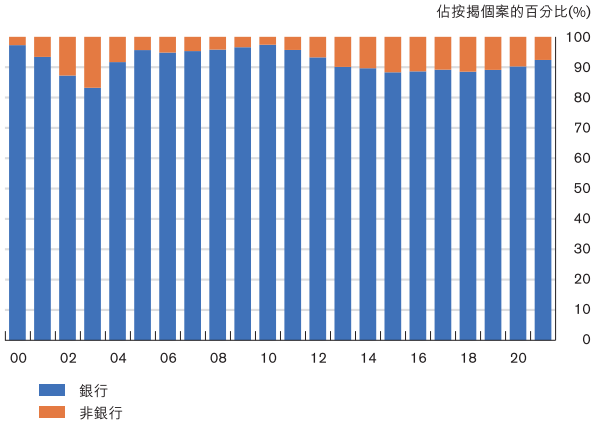
利用成交記錄裡面的按揭資訊

我們首先從土地註冊處收集及處理約160萬宗在2000年至2021年間登記的住宅物業成交紀錄。[41]從這些大數據中，我們可識別這些已成交的物業是否有承造首次按揭或後續的按揭，以及承按人（貸款機構）的名稱和按揭登記或解除的時間。這項嶄新的數據收集方式為我們提供一個龐大且精細的數據集，涵蓋超過200萬個住宅按揭貸款紀錄[42]，當中涉及超過130萬個私人住宅單位。我們現在可將按揭數據按不同類別的貸款機構及市場作細分，並可追蹤物業單位的按揭歷史。下文會探討我們從這個豐富的數據集中得出的初步觀察結果。

非銀行機構在住宅按揭市場中的角色

在2000年至2021年的樣本期內，由非銀行機構[43]（以下亦稱「非銀行」）提供的按揭平均佔所有新登記按揭貸款宗數（即新造按揭貸款個案）約10%（圖B4.1）。而由非銀行承造的按揭未償還貸款金額仍然偏低，僅佔香港銀行業未償還住宅按揭貸款總額不足3%。[44]

圖B4.1
銀行及非銀行機構的住宅按揭個案份額



註：不包括由非牟利機構提供或銀行與非銀行機構聯合提供的按揭貸款。
資料來源：土地註冊處、經濟地產庫(EPRC)及金管局職員估計數字。

我們將新造的非銀行按揭貸款個案分為(i)由地產發展商及其相關財務機構提供及(ii)由其他「無關連」放債機構（以下亦稱「放債機構」）提供，發現地產發展商及其相關財務機構[45]主要服務一手市場，某程度上反映它們為了促銷其新盤（圖B4.2）。此外，它們幾乎沒有在二手市場為住宅物業提供按揭貸款（圖B4.3）。相反，其他放債機構在一手及二手市場均承造按揭（圖B4.2及B4.3）。

39 金管局會定期對銀行進行調查，以了解銀行與地產發展商或從事按揭業務的財務公司之間的信貸關係。部分上市公司亦會公布其按揭貸款資產數字。

40 在2021年6月發布的《香港金融體系穩定評估》中，IMF也建議香港加強非銀行按揭的系統性風險監控和數據收集方式。

41 有關土地註冊處數據的更多詳情，請參閱2021年9月金管局貨幣與《金融穩定情況半年度報告》「專題3：利用成交大數據監察香港非住宅物業市場」。

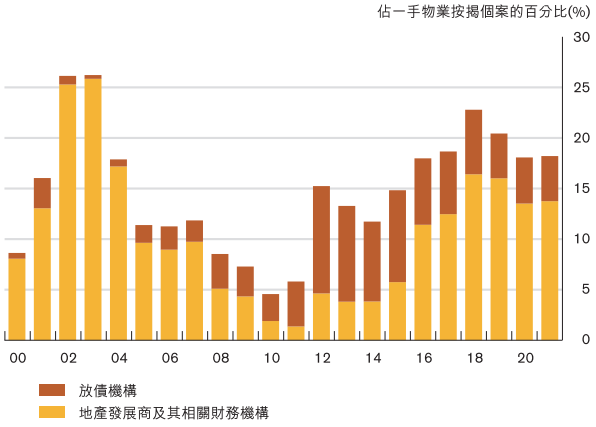
42 按揭紀錄包括貸款協議，但不包括樓花按揭，以避免重複計算。

43 政府相關機構（例如香港房屋委員會、香港房屋協會等）亦有向置業人士提供按揭。由於這類非銀行機構的相關貸款（特別是已在2000年代中期終止的置業資助貸款計劃）目前並不常見，因此已從我們的分析中剔除。

44 例如，請參閱分別於2015年3月20日及2016年6月20日發表的《匯思》文章「財務公司的物業按揭貸款情況與逆周期措施」及「地產發展商高成數按揭貸款」，以及於2017年5月12日發表的演講辭「地產發展商貸款的風險管理」，上述文章均可於金管局網站查閱。

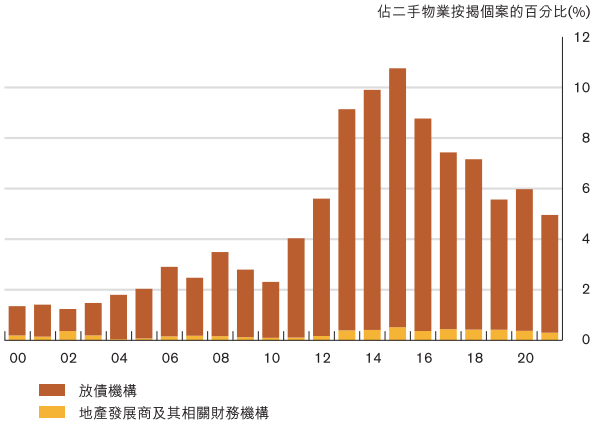
45 實際操作上，地產發展商通常會成立自己的財務子公司或與其他財務機構合作，向置業人士提供按揭計劃。事實上，根據我們的數據，地產發展商本身甚少承造按揭。

圖 B4.2
非銀行機構的一手物業按揭個案的比例



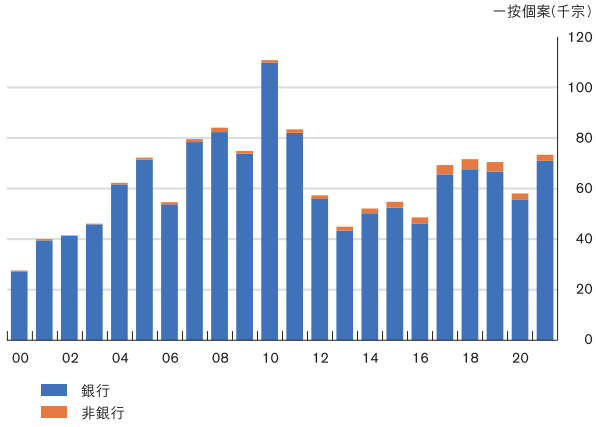
資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

圖 B4.3
非銀行機構的二手物業按揭個案的比例



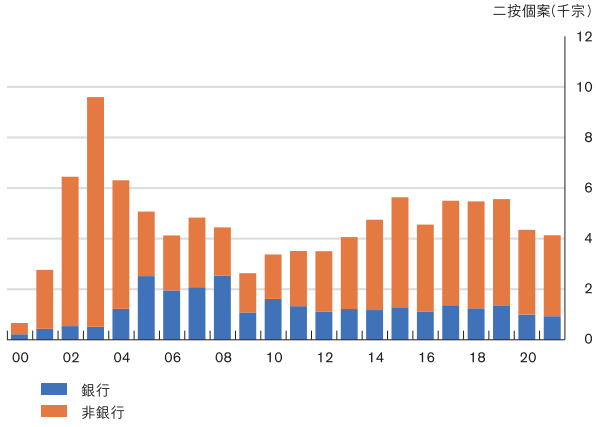
資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

圖 B4.4
銀行及非銀行機構的一按個案



資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。。

圖 B4.5
銀行及非銀行機構的二按個案



資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

以按揭類別劃分，銀行主導一按市場，而非銀行則於二按市場佔較大份額(圖B4.4及B4.5)。二按市場在本專題中是指除一按外，其他任何後續的物業按揭。部分由於銀行審慎管理風險的關係，它們在二按市場的參與程度較低，令非銀行在該市場有更多發展空間。

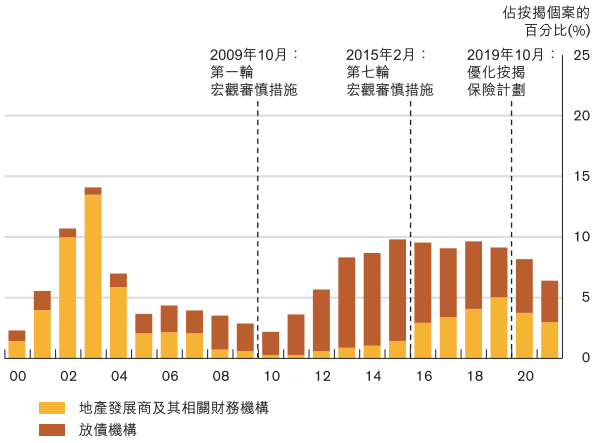
政策啟示

嶄新的按揭數據除了有助加強恆常監察外，亦有助提供政策啟示。第一，在2009年推出第一輪宏觀審慎措施後，非銀行按揭貸款份額有所增加，然而其份額自2016年以來逐漸減少(圖4.6)。特別是自2015年實施的第七輪宏觀審慎措施後，銀行收緊對放債機構的貸款政策[46]，因此該等機構的按揭比例有所下降。同時，儘管地產發展商及其相關財務機構的按揭比例一度微升，但在2019年按揭保險計劃優化後，銀行在額外的條件下可提供更高的按揭貸款

46 具體而言，向放債機構放貸的銀行須要求放債機構遵守金管局有關按揭貸款的宏觀審慎政策，否則它們可能失去與銀行的信貸關係。

成數，地產發展商及其相關財務機構的按揭比例亦隨之下降。

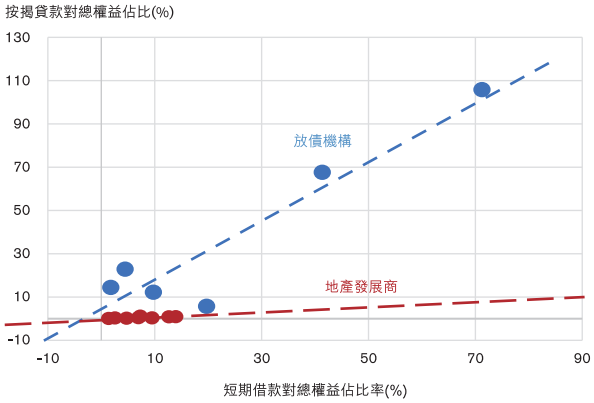
圖 B4.6
非銀行機構的住宅按揭個案的比例



資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

第二，我們發現相對於地產發展商及其相關財務機構，放債機構在承造按揭貸款方面更為進取，或會使它們面臨較大的流動性錯配風險。事實上，與地產發展商相比，放債機構通常擁有更高的按揭貸款對總權益比率(圖B4.7)。此外，放債機構更為依賴短期借款(大多為銀行貸款)為其按揭貸款提供資金。因此，第七輪的宏觀審慎措施不但縮小非銀行的按揭貸款份額，並且在銀行的資金來源較非銀行穩定的情況下，將按揭貸款轉回至銀行，有助鞏固整體按揭供應抵禦衝擊的能力。

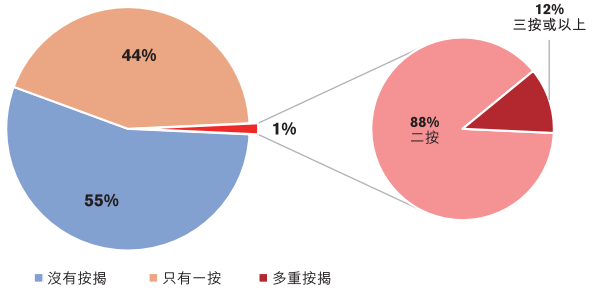
圖 B4.7
2011年至2020年間上市非銀行機構的按揭業務規模及短期借款



附註：短期借款指為貸款期為一年或以下的借款。
資料來源：土地註冊處、EPRC、彭博及金管局職員估計數字。

第三，我們的按揭數據顯示家庭的槓桿風險仍然受控，因為超過一半的私人住宅物業已完全償還按揭貸款，而多重按揭在私人住宅物業市場中並不常見(圖B4.8)。具體而言，超過一半的私人住宅單位(55%)在2021年底沒有任何未償還的按揭貸款[47]，而只有約1%的住宅物業有多重按揭。在擁有多重按揭的物業中，大部分只有二按，三按或以上則較為罕見。

圖 B4.8
於2021年底尚未還清按揭的私人住宅物業的比例



資料來源：土地註冊處、EPRC及金管局職員估計數字。

47 數字與2021年人口普查統計數據大致相符，該數據顯示66%的自置居所住戶並無按揭。

結語

本專題採用嶄新的數據收集方式，以調查非銀行機構在香港住宅按揭市場的參與程度。大致符合我們一直以來的了解，非銀行在按揭貸款的市場比例仍然偏低，特別是在一按市場。此外，地產發展商及其相關財務公司較專注於一手物業，而其他放債機構亦積極為二手物業提供按揭。我們也發現非銀行按揭的市場比例已減少，反映第七輪宏觀審慎措施及按揭保險計劃優化後有助強化宏觀審慎措施的效力。我們龐大的按揭數據集亦顯示，超過一半的私人住宅單位已無按揭，而多重按揭實際上亦不普遍，兩者均顯示家庭槓桿風險受控。

5. 銀行業表現

香港零售銀行的盈利在2021年下半年有所下跌。特定分類貸款比率在2021年下半年小幅上升，但其按歷史及國際標準衡量均處於低位。在穩健資本及流動性的狀況下，香港銀行業依然保持穩健。於回顧期內，為了進一步協助經濟渡過艱難時期，金管局延續了多項支援措施。展望未來，Omicron變種病毒的迅速傳播可能會對經濟復甦構成威脅，加上美國貨幣政策正常化步伐可能較預期快速的風險，兩者將對銀行的信貸風險管理構成挑戰。銀行應保持警惕及仔細評估相關風險因素對其貸款組合資產質素的潛在影響。

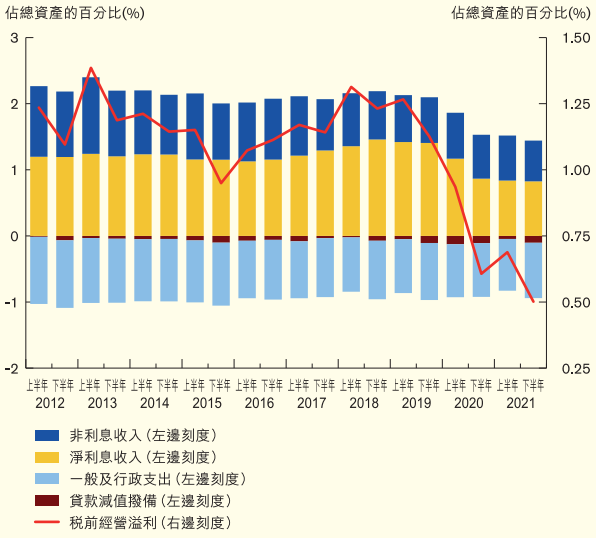
5.1 盈利及資本額

盈利

2021年下半年，零售銀行[48]整體税前經營溢利較2020年同期下跌16.1%。盈利表現疲弱主要是由淨利息和非利息收入減少及營運開支增加所致。因此，資產回報率在2021年下半年下跌至0.50%，而2020年同期為0.61%（圖5.1）。

就2021年全年而言，零售銀行的整體税前經營溢利較2020年減少18.6%，而資產回報則由0.77%下降至0.59%。

圖5.1
零售銀行盈利

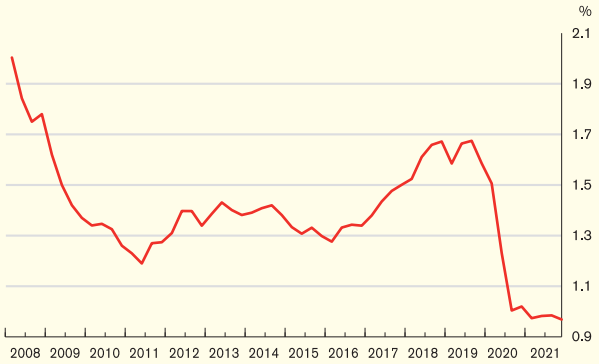


註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

反映低息環境持續的影響，零售銀行的淨息差在2021年下半年亦維持在0.98%的低水平（圖5.2）。

[48] 本章所載銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖5.2
零售銀行的淨息差

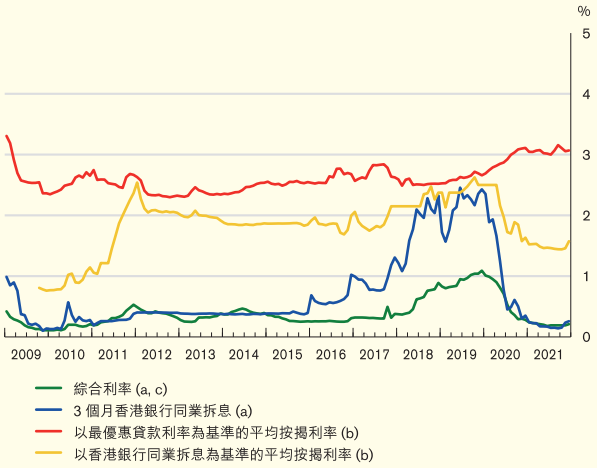


註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

反映年末資金需求以及金管局在增發外匯基金票據[49]後總結餘的下降，香港銀行同業拆息於2021年最後一季錄得輕微上升。但基於銀行體系流動性仍非常充裕，拆息繼續維持於較低水平。具體而言，3個月香港銀行同業拆息較六個月前輕微上升9個基點至2021年12月底的0.26%（見圖5.3中的藍色線）。

零售銀行的資金成本在回顧期內保持穩定。其中，綜合利率（衡量零售銀行平均港元資金成本的指標）自六個月前的0.18%溫和上升3個基點至2021年底的0.21%（圖5.3中的綠色線）。

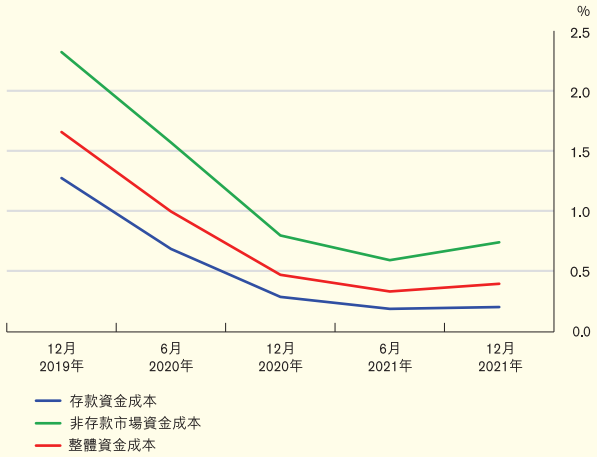
圖5.3
利率



註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
(c) 由2019年6月起，綜合利率已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。
資料來源：金管局及職員估計數字。

從更廣泛的角度來看，本港持牌銀行的整體港元及美元資金成本在2021年下半年輕微上升6個基點（圖5.4中的紅色線）。

圖5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本



註： 自2019年6月起，所有須遵守本地新的銀行帳內的利率風險框架的持牌銀行已根據新框架提交申報表，而獲豁免的持牌銀行則繼續根據現有的利率風險框架提交申報表。整體資金成本已按此兩類持牌銀行相關數字作加權平均值計算得出。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作直接比較。
資料來源：金管局。

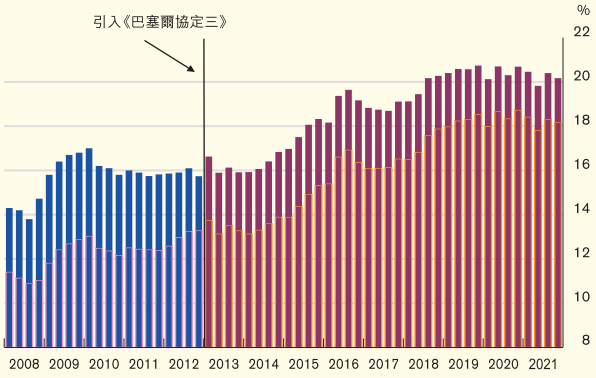
[49] 2021年下半年，金管局增發了1200億港元的外匯基金票據以滿足銀行的需求。

雖然美國貨幣政策正常化可能預示銀行盈利能力將會有所改善，但短期內的改善可能會被兩個因素部分抵消。首先，儘管聯儲局表明會在2022年多次加息，但過往經驗[50]顯示本地利率的變動可能會較美息有所滯後(尤其是當本港銀行間的流動性仍然非常充裕時)。因此，銀行淨息差的改善可能需要更多時間才能實現。此外，Omicron變種病毒病例的激增亦可能會對經濟復甦步伐帶來變數，從而對銀行的資產質素以及盈利能力構成壓力。

資本額

香港銀行業的資本額仍然穩健，並遠高於最低國際標準。本地註冊認可機構的綜合總資本比率在2021年底為20.2%(圖5.5)，遠高於8%的國際最低要求。期內一級資本比率及普通股權一級(CET1)資本比率分別為18.2%及16.2%。此外，本地註冊認可機構的槓桿比率[51]於2021年底錄得7.9%的穩健水平，超過3%的法定最低水平。

圖5.5
本地註冊認可機構資本額



註：
1. 綜合狀況。
2. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵守經修訂的資本充足框架《巴塞爾協定三》。因此，自2013年3月起的資本比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

50 在2016年至2018年間的上一次美國加息週期，港元利率僅在美國多次上調政策利率及總結餘大幅縮減後才開始顯著上升。

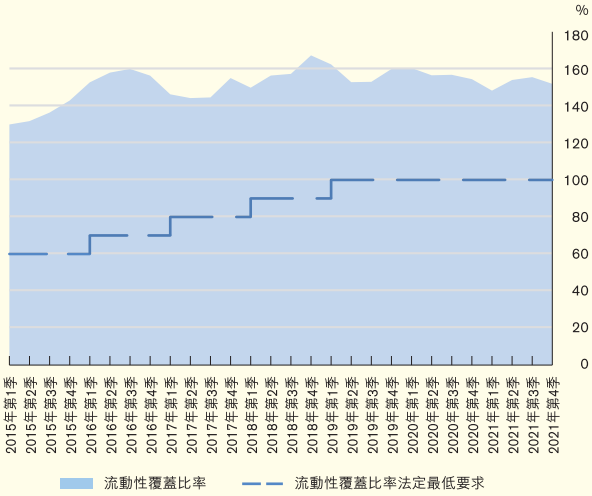
51 《巴塞爾協定三》的非風險為本的槓桿比率規定，目的是為防止銀行體系過度槓桿。詳情請參閱《銀行業(資本)規則》(香港法例第155L章)。

5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」[52]要求衡量，銀行業的流動性狀況於回顧期內維持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率於2021年第4季維持在151.9%的高位(圖5.7)，遠高於100%的法定最低要求。同期，第2類機構的平均流動性維持比率為59.1%，亦遠高於25%的法定最低要求。

圖5.6
流動性覆蓋比率



註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。

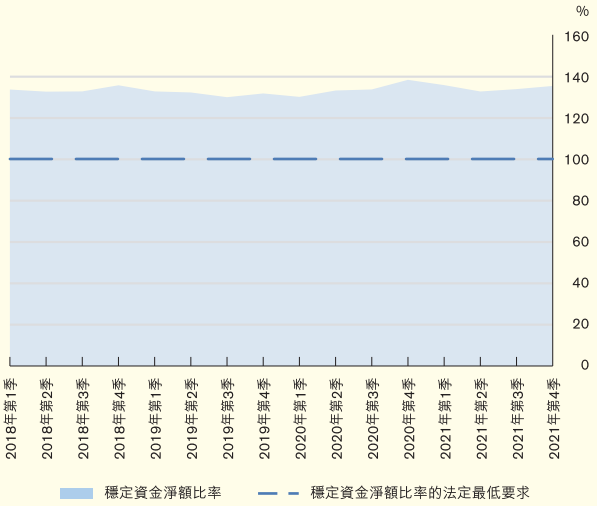
資料來源：金管局。

最近期的「穩定資金淨額比率」[53]亦反映認可機構的資金狀況穩定。第1類機構的平均穩定資金淨額比率於2021年第3季維持在135.3%的高位(圖5.7)，遠高於100%的法定最低要求。第2A類機構的平均核心資金比率亦錄得150.4%的高水平，高於75%的法定最低要求。數據表明香港銀行業能夠承受流動性衝擊。

52 《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的優質流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

53 《巴塞爾協定三》的平均穩定資金淨額比率要求銀行在資產組合和表外業務中保持穩定的資金狀況。在香港，第1類機構須遵守平均穩定資金淨額比率規定，而被指定為第2A類機構的第2類機構須遵守本地的核心資金比率規定。詳情請參閱《銀行業(流動性)規則》(香港法例第155Q章)。

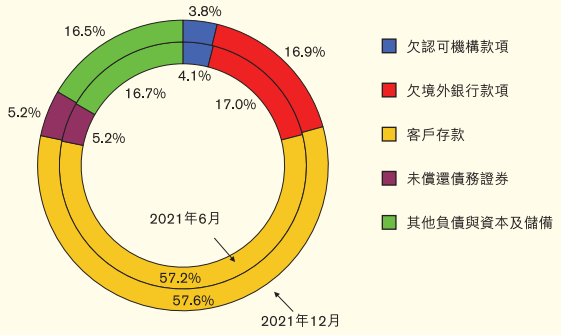
圖 5.7
穩定資金淨額比率



註：綜合狀況。
資料來源：金管局。

客戶存款仍然是認可機構的主要資金來源。在2021年年底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例徘徊在57.6%，與六個月前的57.2%水平相近（圖5.8）。

圖 5.8
所有認可機構的負債結構

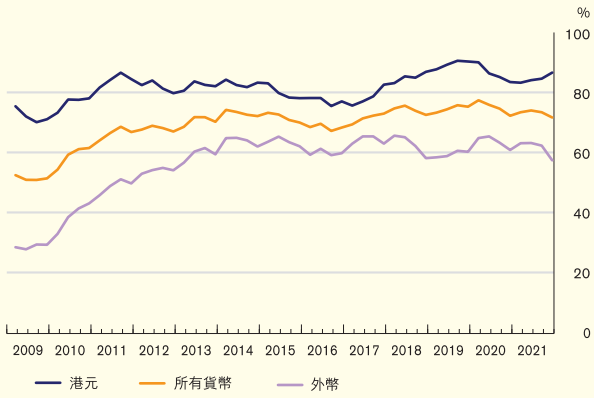


註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

於2021年下半年，銀行業存款總額大致持平，而貸款及墊款總額則錄得輕微下降。因此，銀行業以所有貨幣計算的平均貸存比率由2021年6月底的74.1%溫和下降至2021年底的71.8%（圖5.9）。

該貸存比率下跌的主因是由於外幣貸存比率在同期下跌，充份抵銷了港元貸存比率的升幅。反映外幣貸款的減少和存款的相應增加，平均外幣貸存比率由六個月前63.3%下降至2021年底的57.5%。相比之下，由於港元存款的跌幅超過港元貸款的跌幅，港元貸存比率由六個月前的84.2%輕微上升至86.7%。

圖 5.9
所有認可機構的平均貸存比率



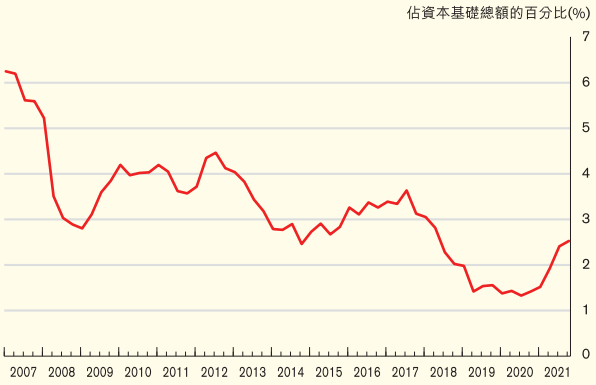
註：季度末的數字。
資料來源：金管局。

利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔水平輕微上升，但其在2021年第4季仍處於相對較低的水平。假設在港元及美元利率上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，估計相當於其在2021年底資本基礎總額的2.53%（圖5.10）。[54]

[54] 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

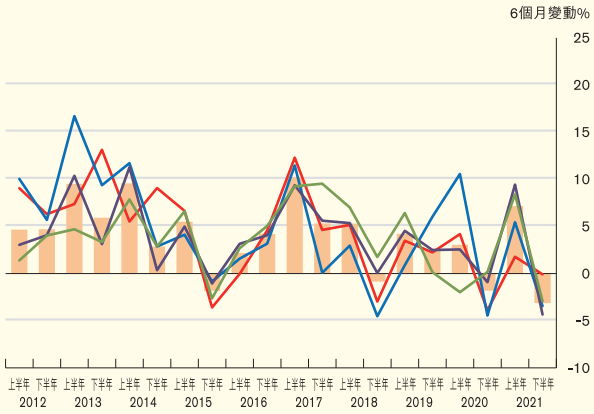
圖5.10
港元及美元利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指港元及美元利率曲線均有200個基點的平行式上升對機構利率風險承擔的衝擊。在2021年底，本地註冊持牌銀行的利率敏感資產、利率敏感負債及利率敏感資產負債表外持倉，大部分均以港元或美元計價。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。[55]
3. 由2019年6月起，利率風險承擔已按照新實施的本地「銀行帳內的利率風險」架構計算。因此，自2019年6月份起的數字不能與以往月份的數字作嚴格比較。

資料來源：金管局。

圖5.11
貸款增長



註： 由2018年12月起，在香港境內／境外使用的貸款的數字已作出重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。圖中所報告的自2019年起的6個月變動百分比，是根據重新分類的貸款數據計算，而直至2018年下半年的歷史變動百分比，則是根據沒有該重新分類的貸款數據計算。

資料來源：金管局。

5.3 信貸風險

概述

大致反映6月底新股認購貸款的高基數效應，銀行貸款總額在2021年下半年有所減少。儘管如此，銀行業貸款總額在2021全年仍錄得3.8%的年增長率，快於2020年的1.2%。

以半年計，所有認可機構的貸款及墊款總額在2021年下半年下跌3.1%（圖5.11）。撇除2021年6月底的新股認購貸款，貸款及墊款總額於回顧期內輕微下跌0.6%，主要受本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）輕微減少帶動。本地貸款（不包括2021年6月的新股認購貸款）經過於首六個月錄得5.6%強勁增長後，在下半年則收縮0.8%。[56]在香港境外使用的貸款大致維持於與六個月前相若的水平。

信貸需求前景在短期內很可能保持穩定。根據金管局2021年12月的「信貸狀況展望意見調查」所顯示，預期未來三個月貸款需求維持不變的受訪認可機構比例由六個月前的67%上升至70%。（表5.A）

表5.A
預計未來3個月貸款需求

佔受訪機構總數的百分比(%)	2021年3月	2021年6月	2021年9月	2021年12月
顯著增加	7	7	3	0
略為增加	30	23	30	23
保持平穩	57	67	60	70
略為下降	7	3	7	7
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

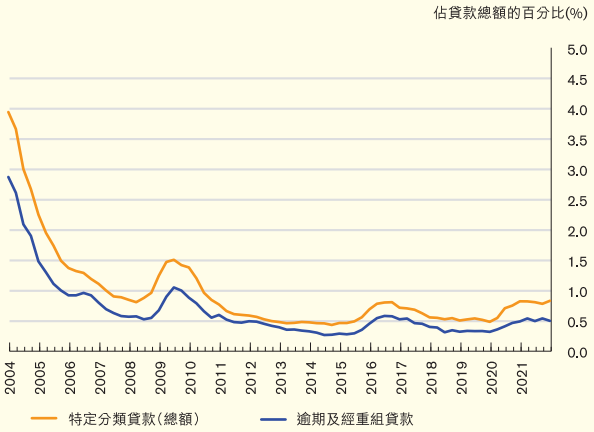
註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

所有認可機構的總特定分類貸款比率由6月的0.86%微升至2021年年底的0.88%，而所有認可機構的逾期及經重組貸款比率則由0.58%微跌至0.56%。零售銀行的總特定分類貸款比率略升至0.83%，逾期及經重組貸款比率維持在0.50%的低水平（圖5.12）。雖然特定分類貸款比率小幅上升，銀行業的資產質素按歷史和國際標準衡量仍然保持穩健。

[55] 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉。其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

[56] 如果將新股認購貸款包括在內，本地貸款於2021年下半年減少4.3%。

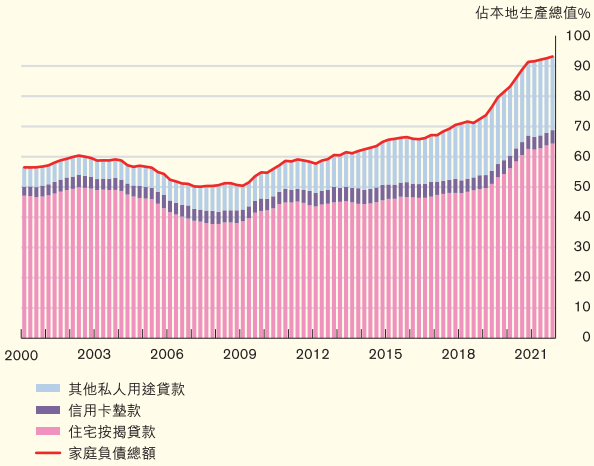
圖 5.12
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

圖 5.13
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部份



註：
1. 僅包括認可機構提供的借款。
2. 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續四個季度本地生產總值的總和。
3. 由2018年12月起，家庭負債的數字已經重列，以反映認可機構將營運資金貸款重新分類。

資料來源：金管局。

個人貸款[57]

家庭負債在2021年上半年及下半年均穩步增長4.4%（表5.B）。其中私人貸款增長由2021年上半年的5.3%放緩至下半年的1.6%，而住宅按揭貸款增速則由4.0%加快至5.7%。

表 5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

	2019年		2020年		2021年	
(%)	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年
住宅按揭貸款	4.7	5.5	3.5	4.7	4.0	5.7
私人貸款	11.2	5.9	-2.4	2.2	5.3	1.6
其中：						
信用卡墊款	-3.8	4.1	-9.0	0.0	-0.4	8.1
其他私人用途貸款	14.9	6.2	-1.1	2.6	6.4	0.5
個人貸款總額	6.8	5.6	1.5	3.9	4.4	4.4

資料來源：金管局。

2021年下半年家庭負債佔本地生產總值的比率由上半年的92.1%微升至下半年的93.1%（圖5.13），其升幅來自家庭負債增加（推高4.1個百分點），但部分被名義本地生產總值增長所抵銷（抵銷3.1個百分點）。

值得留意的是，由於其性質簡單，因此家庭負債佔本地生產總值比率經常被用作評估家庭財務狀況穩健的指標。在詮釋這個比率時需要注意：(1) 為方便作跨經濟體比較，這種比率的分母只採用了名義本地生產總值去代表家庭收入，而不是借款家庭的實際收入。因此，比率並不反映經濟體內家庭的實際償債負擔。(2) 比率的分子只反映家庭的負債總額，而不是已計及家庭資產的負債淨額。

因此，若要全面及客觀評估家庭負債的風險，就需要參考其他不同的因素，包括實際的供款與入息比率及家庭的資產狀況。事實上，銀行新批按揭貸款的平均供款與入息比率一直處於健康水平，2022年1月份數字為36.0%。家庭淨資產亦處於高水平，2020年香港的家庭資產淨值對負債比率及家庭安全資產對負債比率分別處於11.3倍及2.96倍的高位（圖5.14及5.15），遠高於大多數其他發達經濟體，顯示香港整體的家庭財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

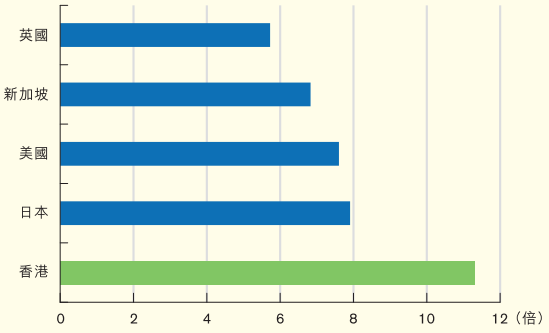
[57] 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部分為由金融資產作抵押的私人銀行和財富管理客戶貸款、信用卡墊款及無抵押的私人貸款。於2021年底，個人貸款佔本地貸款的比例為34.5%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

金管局一直密切監察家庭負債，並定期向銀行收集數據。大部分家庭負債為受宏觀審慎政策框架規管的住宅按揭貸款，以及有金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的貸款。以上兩種貸款已佔大約90%的家庭負債。考慮到以上因素，以及家庭資產淨值維持在較高水平，金管局認為家庭資產負債情況仍然健康，相關信貸風險在控制範圍內。

在住宅按揭貸款方面，自金管局2009年推出逆周期宏觀審慎監管措施以來，新批按揭貸款的平均按揭成數和平均「供款與入息比率」均處於健康水平。在以金融資產作抵押，為財富管理客戶提供的私人貸款方面，金管局一直要求銀行對此類業務採取審慎及有效的信貸風險管理措施，包括為各類金融資產抵押品訂立審慎的最高貸款與估值比率、實行有效的追加保證金，以及強制平倉的機制等。

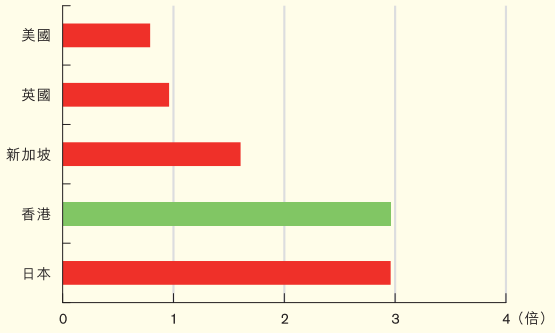
此外，金管局也要求銀行審慎經營信用卡及個人無抵押貸款業務。銀行在審批信貸申請時，須了解借款人的信貸及財務狀況，仔細評估他們的還款能力。銀行同時須採取有效的貸後監控，包括定期對貸款組合進行資產質素評估。

圖5.14
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註： 日本的數字為截至2019年年底的數字，其他地區的數字則為截至2020年年底的數字。
資料來源：金管局職員估計數字，以及其他經濟體的統計機構或中央銀行數字。

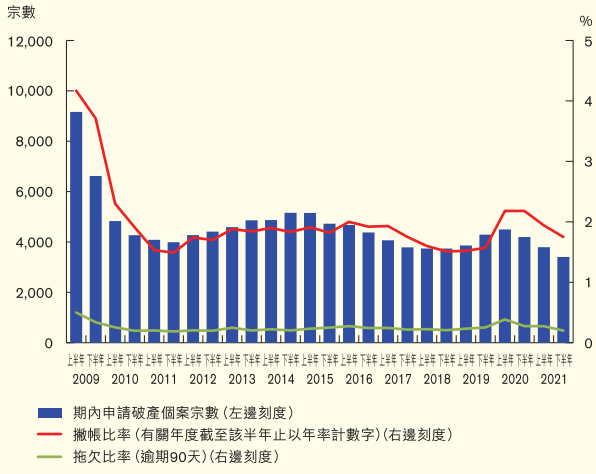
圖5.15
選定經濟體的家庭安全資產對負債比率



註： 安全資產包括存款以及硬幣和紙幣（如有數據）。就香港而言，安全資產僅包括存款。日本的數字為截至2019年年底的數字，其他所有報告的數字則為截至2020年年底的數字。
資料來源：金管局職員估計數字，以及其他經濟體的統計機構或中央銀行數字。

就無抵押個人貸款方面，相關的信貸風險於回顧期內保持受控。按年率計的信用卡撇帳比率由2021年第2季的1.94%下跌至2021年第4季的1.75%，而同期的拖欠比率亦下降至0.20%（圖5.16）。同時，2021年下半年破產申請個案較上半年進一步減少。

圖5.16
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

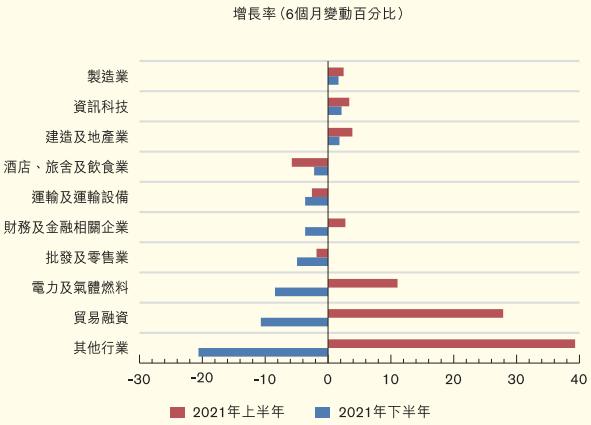


資料來源：破產管理署及金管局。

公司貸款[58]

本地公司貸款(不包括6月底的新股認購貸款)經過在2021年上半年錄得6.4%的強勁升幅後，於下半年按半年計則減少3.4%。[59]其中，電力及氣體燃料行業的貿易融資和貸款在上半年經歷強勁增長後，於下半年明顯下降。同時，受疫情影響的經濟行業(如運輸、批發及零售業以及酒店及住宿服務)的貸款在回顧期內亦持續下跌(圖5.17)。

圖5.17
個別行業的本地公司貸款增長

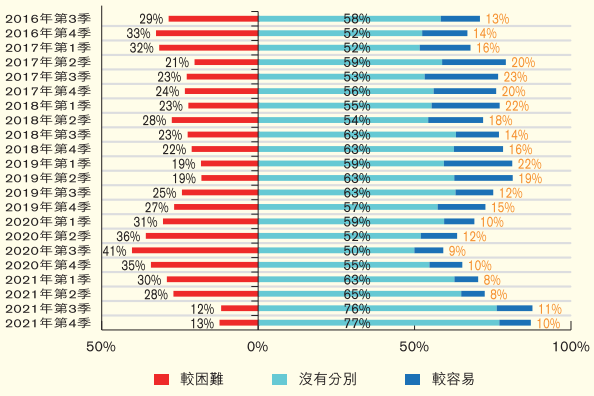


資料來源：金管局。

中小企貸款狀況需求層面的調查顯示，中小企對銀行貸款批核取態的觀感在2021年第4季維持穩定，認為銀行貸款批核取態與六個月前相比「較困難」的受訪者比例為13%，與2021年第3季的12%大致相同(圖5.18)，與2021年上半年的平均29%相比則有所下降。而在已獲批貸款的受訪者中，有5%表示2021年第4季銀行的取態有所收緊，與前一季相若(圖5.19)。

為繼續支援中小企，金管局於2022年2月宣布「預先批核還息不還本」計劃延長至2022年10月底。計劃同時提供選項，讓有能力和有意願的借款企業，以自願方式選擇在未來一年恢復償還按原定還款計劃應償還本金金額的20%。綜合「還息不還本」計劃及銀行在疫情爆發後推出的其他措施，截至2022年2月底，銀行共批出超過86,000宗「還息不還本」及其他延長貸款還款期等個案，涉及金額合共超過9,300億港元。此外，香港按揭證券有限公司將「中小企融資擔保計劃」下的「八成信貸擔保產品」、「九成信貸擔保產品」及「百分百擔保特惠貸款」的申請期延長至2023年6月30日。「百分百擔保特惠貸款」下每家企業最高貸款額由18個月僱員薪金及租金的總和提高至27個月，上限由600萬港元增加至900萬港元，最長還款期由八年延長至十年。「中小企融資擔保計劃」亦會延長還息不還本安排六個月至共30個月，申請期延至2022年12月，同時提供一個為期一年的部分本金還款選項，讓有意願和有能力的借款企業逐步回復正常還款。截至2022年2月底，「百分百擔保特惠貸款」已批出超過48,000宗申請，涉資超過850億港元。金管局以確保銀行體系穩健為前提，將不時檢討進一步延長各項措施的方案。

圖5.18
中小企對銀行貸款批核取態(即難易程度)的觀感(與六個月前相比)

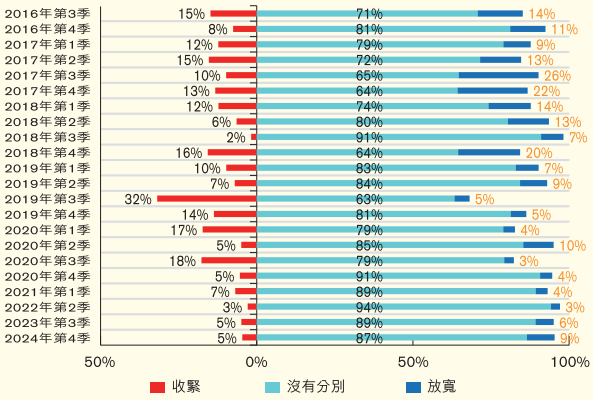


註：撇除回答「沒意見／不知道」的受訪者。
資料來源：金管局。

58 不包括銀行同業貸款。於2021年底，公司貸款佔本地貸款的比例為65.4%。

59 若將2021年6月底的新股認購貸款包括在內，本地公司貸款在2021年下半年減少8.3%。

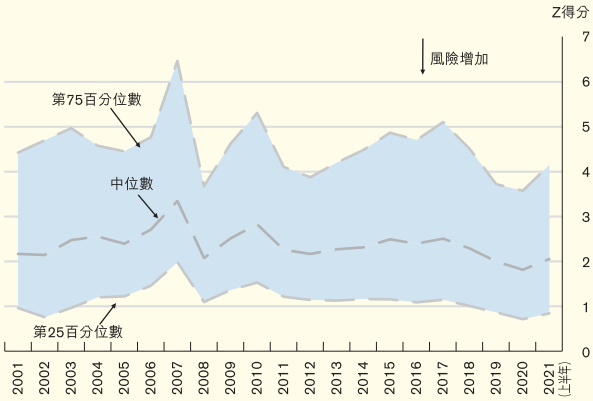
圖 5.19
中小企表示銀行就已批出貸款取態的變動



註：僅包括已獲批貸款的受訪者。
資料來源：金管局。

受惠於2021年經濟顯著復甦，企業的財務狀況亦展示有改善的跡象。在香港上市的所有非金融類公司的最新會計數據顯示，Altman的Z得分（一項衡量非金融類公司違約風險的指標）在2021年上半年普遍上升，反映了這些企業的違約風險普遍有所降低（圖5.20）。

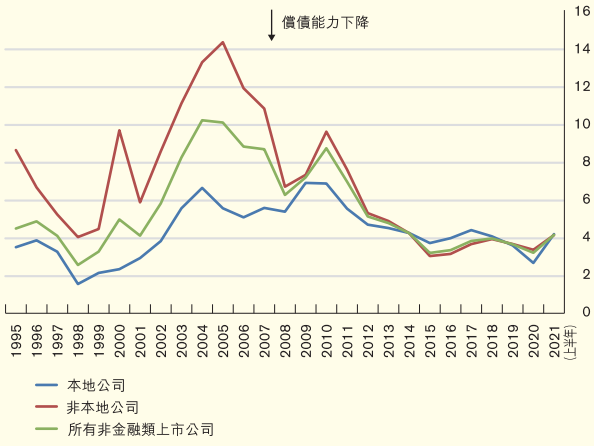
圖 5.20
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分



註：
1. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
2. 所有數字以截至2022年2月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博彙編的估算值進行計算。

與Altman的Z得分出現上升狀況一致，非金融類上市公司的償債能力於同期亦有所改善。主要反映企業盈利錄得增長，2021年上半年本地和非本地公司的加權平均利息覆蓋率均有所反彈（圖5.21中的藍線及紅線）。

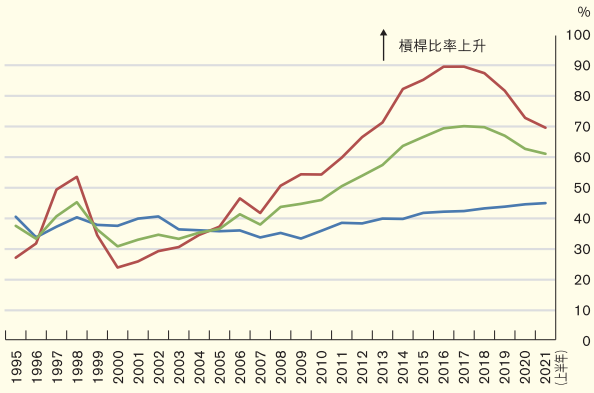
圖 5.21
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



註：
1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息稅前利潤除以利息支出總額計算。數值下降表示債務負擔能力轉差。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2022年2月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

同時，由於非本地公司持續去槓桿化（圖5.22中的紅線），香港上市非金融類公司的加權平均負債與股東權益比率在2021年上半年小幅下降（圖5.22中的綠線）。雖然本地公司的平均槓桿比率輕微上升（圖5.22中的藍線），但當前水平仍處於相對較低位置。

圖 5.22
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 加權平均數。
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2022年2月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

雖然企業的財務基礎在2021年有所改善，但這改善情況在多大程度上可以持續將取決於多種下行風險因素的未來發展，其中包括新變種病毒擴散的不確定性，以及美國貨幣政策收緊的步伐。這些風險因素一旦加劇，可能會影響營商氣氛，並再次施壓於企業的財務基礎。因此，銀行應繼續保持警惕，並評估這些風險因素對其公司貸款的信貸風險的潛在影響。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的內地相關貸款總額由2021年6月底的48,800億港元(佔總資產的16.3%)下跌3.2%至2021年12月底的47,250億港元(佔總資產的15.8%)(表5.C)。其他非銀行類客戶風險承擔則上升0.5%至19,840億港元(表5.D)。

表5.C
內地相關貸款

十億港元	2021年3月	2021年6月	2021年9月	2021年12月
中國內地相關貸款	4,747	4,880	4,918	4,725
中國內地相關貸款(不包括貿易融資)	4,435	4,500	4,511	4,410
貿易融資	312	380	407	315
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,776	1,769	1,824	1,678
本地註冊認可機構*	2,157	2,261	2,232	2,172
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	814	850	861	875
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,959	1,983	2,007	1,844
中國內地民營企業	1,440	1,493	1,484	1,472
非中國內地企業	1,348	1,403	1,426	1,409

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入賬的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

表5.D
其他非銀行類客戶風險承擔

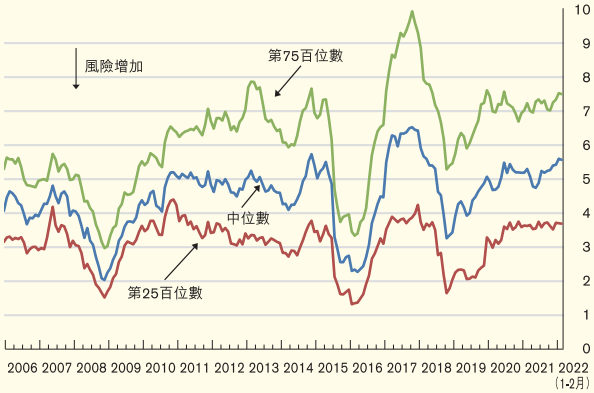
十億港元	2020年3月	2020年6月	2020年9月	2020年12月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	1,368	1,465	1,481	1,494
資產負債表外的風險承擔	492	510	526	490
總計	**1,860**	**1,974**	**2,006**	**1,984**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

所有認可機構[60]的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率在2021年年底為0.85%，與2021年6月底的0.84%大致相若。

違約距離指數[61](一項根據市場資料計算並具前瞻性的指標)顯示在回顧期內內地企業的違約風險趨於穩定。具體而言，違約距離指數的中位數及第75百分位數較六個月前均略有改善(圖5.23)。

圖5.23
內地企業的違約距離指數



註： 違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司(即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司)計算得出。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

然而，鑒於近期Omicron變種病毒在內地部份省分出現爆發，加上房地產市場表現疲弱，內地經濟可能因此面臨阻力，銀行應對其內地相關貸款的信貸風險管理保持警惕。

60 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

61 違約距離是根據市場資料計算的違約風險指標，建基於R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

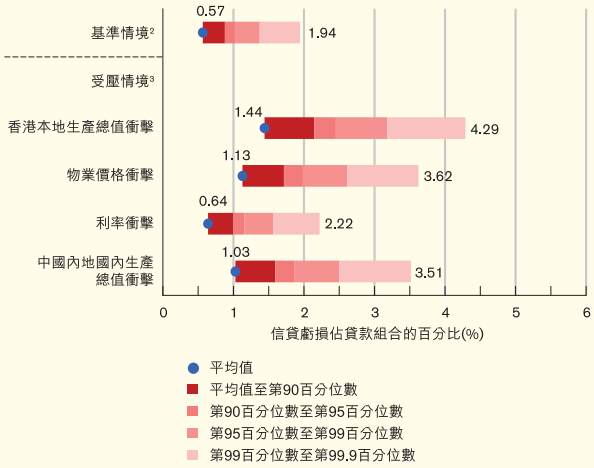
信貸風險宏觀壓力測試[62]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能抵禦嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.24使用截至2021年第4季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[63]下，零售銀行於2023年第4季的模擬信貸虧損比率。

根據在受壓情況下的估算，在各種假定的宏觀經濟衝擊後兩年內，預期平均信貸虧損將處於溫和水平，介乎0.64%（利率衝擊）至1.44%（香港本地生產總值衝擊）之間。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率（置信水平為99.9%）介乎2.22%（利率衝擊）至4.29%（香港本地生產總值衝擊）之間，幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的約4.5%的估算貸款虧損。

圖5.24
模擬信貸虧損分布的平均值及估計虧損風險值[1]



註：

1. 有關評估將2021年第4季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分布。
2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境：香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2022年第1季至2022年第4季連續4季各自分別減少2.7%、2.4%、1.7%及1.6%。
   物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2022年第1季至2022年第4季連續4季平均而言每季減少約12%。
   利率衝擊：實質利率（香港銀行同業拆息）於第1個季度（即2022年第1季）上升300基點，於第2及3個季度保持不變，於第4個季度（即2022年第4季）則再上升300基點。
   中國內地國內生產總值衝擊：實質國內生產總值按年平均增長率由2022年第1季起的4個季度為2%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

在2021年下半年經濟持續復甦以及本港疫情狀況仍緩和的背景下，香港銀行業面對的系統性風險於回顧期內仍然受控。

然而，全球及本港經濟前景仍受多項下行風險因素影響，當中包括疫情發展及美國貨幣政策正常化步伐所帶來的不確定性。全球經濟亦可能受俄烏地緣政治緊張局勢的升溫而面對下行風險的上升。這些風險因素一旦加劇，將在多個方面為香港銀行帶來挑戰。

其中，如果Omicron變種病毒持續爆發，長期和更嚴格的社交距離措施可能會拖累經濟活動和企業復甦步伐。重要的是，由於許多企業營銷收入尚未恢復到疫情前的水平，加上部分企業的財務緩衝水平亦較疫情前有所減少，市場可能會憂慮它們能否抵禦疫情狀況再度轉差所帶來的影響。因此，銀行應維持審慎的信貸風險管理，及重新評估疫情持續對其借款人財務基礎的潛在影響。

62 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，該模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

63 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

美國加息步伐是另一個值得關注的風險因素。鑑於美國通脹壓力升溫，[64]這可能使美國加息步伐較預期快速。如果美國利率突然飆升，這可能觸發全球金融狀況急劇緊縮，從而導致地區的資金流動狀況及利率出現大幅波動。

雖然加息或有助改善銀行的淨息差，但在疫情再次爆發的背景下，當企業的融資成本由於加息而上升，亦可能會削弱它們的盈利能力。企業（尤其是槓桿水平偏高的企業）的償債能力可能因此面臨考驗，從而對銀行在公司貸款方面的信貸風險管理構成挑戰。

儘管如此，香港銀行業穩健的資本及流動性，應能提供強大緩衝以抵禦上述風險因素帶來的衝擊。

從較長遠的角度來看，氣候相關風險可能對金融穩定性產生重大影響。尤其是向低碳經濟的轉型將無可避免地從不同方面影響多個經濟體及行業。因此，加強全球氣候風險評估及監控框架至關重要。在這方面，金管局在香港銀行業推行氣候風險壓力測試試驗計劃，及在近期公布測試結果。[65]

相應地，專題5採用「央行與監管機構綠色金融網絡」（NGFS）所提出的兩個氣候參考情境，通過由上而下的分析框架以評估氣候相關風險對在香港上市的非金融類公司的財務影響。是次分析加強了我們對氣候相關事宜的系統性風險分析，並顯示金管局會致力支持NGFS作出的《格拉斯哥宣言》。[66]

分析的一個重要結果是，當我們比較氣候轉型風險對公司違約風險的長期影響時，在「有序轉型」情境下的影響將顯著小於在「失序轉型」情境下的影響。此外，我們亦發現在這兩個轉型情境下氣候實體風險對違約風險的影響，均低於在「不採取行動」情境下的影響。綜合結果顯示，盡早採取應對氣候變化行動會帶來明顯的益處。

香港的逆周期緩衝資本

逆周期緩衝資本（CCyB）是國際協定的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。該緩衝可於經濟不景氣時運用，以便銀行能繼續提供信貸，藉以支持實體經濟。最新在2022年1月28日公布，適用於香港的CCyB比率為1.0%。[67]

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標（表5.E），包括「緩衝資本參考指引」（根據信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，以及住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距，為CCyB比率提供指引的衡量標準）。[68]然而，釐定香港適用的CCyB比率並非機械式的過程，金融管理專員除參考緩衝資本參考指引外，還會參考多項指標（「全面參考指標」）。[69]

就最新情況而言，基於2021年第3季數據計算所得的緩衝資本參考指引表明CCyB應為1.50%。根據作出決定時所有可得數據作出的預測顯示，在取得2021年第4季所有相關數據後，緩衝資本參考指引很大可能反映CCyB比率會低於此水平。

然而，從一系列全面參考指標，以及在2022年1月作出決定時可取得的所有相關資料顯示，儘管最新的經濟指標顯示香港經濟在2021年第4季繼續復甦，

64 相關討論載於第2.1章。

65 氣候風險壓力測試試驗計劃於2021年1月啟動，共有27家銀行參與。就有關詳情，請參閱金管局於2021年12月30日公布的「氣候風險壓力測試試驗計劃結果」。

66 金管局於去年11月發表聲明支持NGFS《格拉斯哥宣言》。詳情請參閱金管局於2021年11月3日發布的《支持央行與監管機構綠色金融網絡的〈格拉斯哥宣言〉》新聞稿。

67 詳情請參閱於2022年1月28日向認可機構發出的CCyB公布（https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/banking/banking-legislation-policies-and-standards-implementation/countercyclical-capital-buffer-ccyb/）。

68 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

69 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

但有關全球及本地疫情的不明朗因素維持高企，金融管理專員認為現階段較適宜將CCyB比率維持於1.0%，並繼續密切觀察相關情況。

金融管理專員會繼續密切監察香港的信貸及經濟狀況，並會每季或更頻密地檢討CCyB比率。

表5.E
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2021年8月5日	2021年10月28日	2022年1月28日
經發佈CCyB比率	1.0%	1.0%	1.0%
生效日期	05/08/2021	28/10/2021	28/01/2022
緩衝資本參考指引	2.5%	2.3%	1.6%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.5%	1.8%	0.8%
綜合CCyB指引	2.5%	2.3%	1.6%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	13.8%	18.6%	10.7%
物業價格／租金差距	10.3%	7.8%	4.7%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差（百分點）	0.15%	0.12%	0.08%
特定分類貸款比率季度變動（百分點）	0.00%	-0.01%	-0.03%

註：

1. 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發布日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據（有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1）。如果有CCyB發布，發布日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發布，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度（通常接近季末）。
2. 金管局已檢討適當的無風險利率指標（先前定為「3個月隔夜指數掉期利率」），並將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行業的主要表現指標。

表 5.F
銀行業的主要表現指標[1](%)

	12/2020	9/2021	12/2021
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2](季度平均數)	0.27	0.07	0.11
3個月香港銀行同業拆息(季度平均數)	0.42	0.15	0.20
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.73	4.93	4.89
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距(季度平均數)	4.58	4.85	4.80
綜合利率[4]	0.28	0.19	0.21
		所有認可機構	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	-1.8	-1.2	+1.2
港元	-4.4	-4.9	-0.9
外幣	+1.1	+2.8	+3.3
貸款總額	-4.8	-2.0	-1.2
本地貸款[6]	-5.6	-3.6	-0.7
在香港境外使用的貸款[7]	-2.9	+2.2	-2.3
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	+3.9	-1.5	+1.1
持有的可轉讓債務工具(不包括可轉讓存款證)	+3.9	+1.0	+3.7
資產質素			
佔貸款總額百分比[8]			
合格貸款	97.29	97.69	97.59
需要關注貸款	1.81	1.49	1.53
特定分類貸款[9](總額)	0.90	0.81	0.88
特定分類貸款(淨額)[10]	0.50	0.43	0.48
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.57	0.60	0.56
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率(總額)[11]	0.96	0.77	0.85
流動性比率(綜合)			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構(季度平均數)	154.4	155.5	151.9
流動性維持比率 — 適用於第2類機構(季度平均數)	57.7	58.2	59.1
穩定資金淨額比率 — 適用於第1類機構	138.2	133.8	135.3
核心資金比率 — 適用於第2A類機構	139.5	147.6	150.4
		零售銀行	
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率(有關年度截至該月止以年率計)	0.12	0.04	0.07
淨息差(有關年度截至該月止以年率計)	1.18	0.98	0.98
成本與收入比率(有關年度截至該月止)	47.0	51.7	54.7
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.04	0.03	0.04
信用卡貸款			
拖欠比率	0.27	0.22	0.20
撇帳率 — 按季年率計	2.17	1.84	1.53
— 有關年度截至該月止以年率計	2.18	1.90	1.75
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率(綜合)			
普通股權一級資本比率	16.7	16.3	16.2
一級資本比率	18.7	18.3	18.2
總資本比率	20.7	20.4	20.2
槓桿比率	8.2	8.0	7.9

註：

1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債(如港元不計息活期存款)。詳情載於金管局網站。
5. 季度變動。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」(即沒有指定用途的貸款)。
8. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

專題5
使用「央行與監管機構綠色金融網絡」情境評估氣候相關風險對在香港上市非金融類公司的財務影響

引言

氣候變化事宜是全球面臨最迫切的挑戰之一。例如，在向低碳經濟轉型的過程將無可避免在多個方面影響許多經濟體及行業。這亦顯示加強全球氣候風險評估及監控框架的重要性日益增加。

為促進央行及監管機構氣候風險評估框架的發展，「央行與監管機構綠色金融網絡」(NGFS)[70]已為廣泛國家及行業按參考氣候情境制定及發布精細的數據庫。該數據庫旨在為央行、監管機構及其他持份者提供關鍵數據，從而讓它們在評估氣候變化的影響時具有一致及可比較基準的性質。

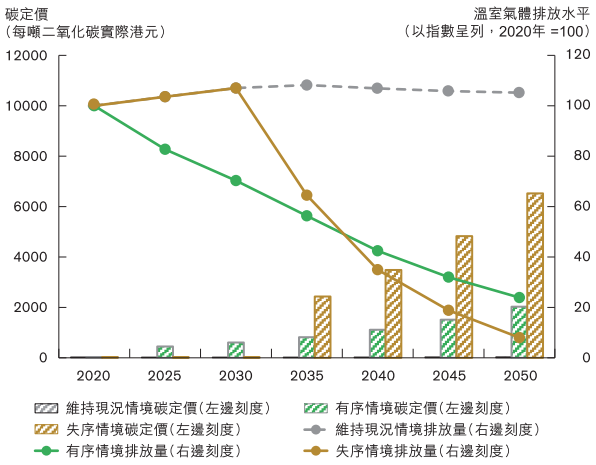
建基於NGFS的貢獻及主要央行的相關分析，[71]本專題旨在建立分析框架來評估氣候相關風險對在香港上市非金融類公司的財務影響。[72]該自上而下的框架可分析氣候轉型及實體風險，如何通過不同的傳播渠道在30年期限內對公司的違約風險產生不利影響。框架亦嘗試展示NGFS氣候情境數據以及公司層面數據如何有助於評估氣候相關風險對企業部門的潛在影響。[73]

NGFS情境概覽

本節首先介紹在此專題中考慮的NGFS情境。我們聚焦兩個NGFS氣候情境：「有序」和「失序」轉型情境。具體而言，這兩個情境均假設將全球暖化在2050年底前限制在2°C以下的目標能夠達致，但它們在相關氣候政策的推行時間及政策嚴格程度方面有所不同。我們可通過與基準情境（稱為「維持現況」情境）進行比較來衡量這兩個轉型情境的結果。「維持現況」情境假設政策制定者只遵循已實施的氣候政策，意味著2050年底前並無額外的轉型風險實現。[74, 75]因此，當與基準情境進行比較時，這可更明確地展示在轉型情境下轉型風險的影響。

圖B5.1分別顯示三個情境下的預測平均全球碳定價（棒條）及相應的年度全球溫室氣體排放水平預測路徑（折線）。

圖B5.1
預測的平均全球碳定價及全球溫室氣體排放水平



註：「維持現況」、「有序」及「失序」分別代表「維持現況」情境、「有序」轉型情境及「失序」轉型情境。
資料來源：金管局職員根據NGFS氣候情境數據計算。

70 NGFS由多於100名成員及觀察員組成，旨在加強全球應對氣候事宜措施，以實現巴黎協定的目標。

71 歐洲央行及數個其他央行近年亦已進行氣候相關的壓力測試，以評估金融體系的對氣候相關風險的抗禦能力。（見Alogoskoufis et al. "ECB economy-wide climate stress test", *ECB Occasional Paper Series*，281號，2021年9月）

72 有關詳情，請參閱Ho et al. (2022): "Assessing the financial impacts of climate-related risks on HK-listed non-financial firms: A forward-looking analysis based on NGFS scenarios"，金管局研究備忘錄，2022/01（英文版本）。

73 需要留意的是，由於是次分析為研究該議題的初步嘗試，我們日後可能會作出進一步改進。

74 值得留意的是其他機構亦有製作相關氣候情境的估算，由於背後的估算方法各有不同，這些氣候情境的估算與NGFS製作的估算可能存在差異。

75 本專題中的「有序」轉型、「失序」轉型及「維持現況」情境，在NGFS數據庫第二期公布及完整的研究備忘錄中分別名為「低於2度」、「延遲轉型」及「現有政策」情境。

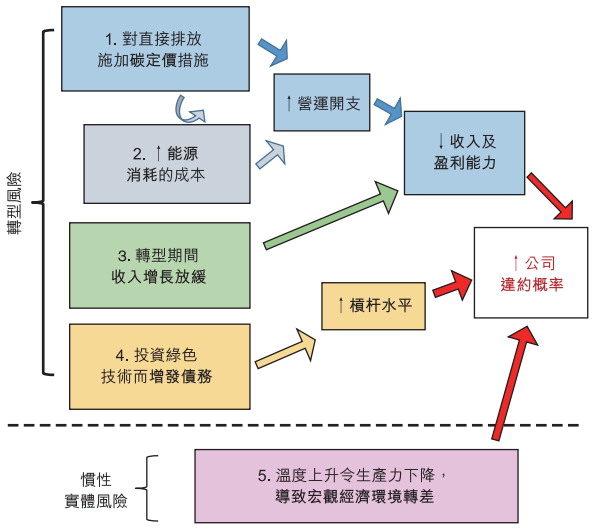
有序的情境假設了氣候應對政策(例如碳税)將立即實施，並循序漸進地在未來逐步加強。因此，預測的碳定價將自2020年起逐步上升(圖B5.1的綠色棒)。因應碳定價政策的實施，預測年度溫室氣體排放量(圖B5.1中的綠色線)將隨着時間有序地減少。

相反，在失序情境下，由於政策制定者延遲採取行動，因此需要由2030年起實施更嚴格的氣候應對政策，以致於2050年底前能達到與有序情境相同的目標。圖B5.1中的棕色棒顯示在2030年前碳價格將大致維持在零左右，但此後將因更嚴格的氣候政策而急劇上漲。預測的年度溫室氣體排放量相應地將於2030年後才開始下降，但由於碳價格大幅上漲(圖B5.1中的棕色線)將出現巨大的變化。因此，失序情境的轉型風險在2030年至2050年期間會比有序情境的轉型風險更高。

有關傳播渠道的討論

圖B5.2應用流程圖概述我們的分析框架，當中涵蓋多個主要傳播渠道。轉型及實體風險可通過這些渠道影響公司的財務基礎，從而影響公司的違約風險。

圖B5.2
氣候相關風險可能影響公司財務基礎的主要渠道流程圖



氣候轉型風險可通過數個途徑影響公司的盈利能力及槓桿水平。首先，在NGFS轉型情境下，所有公司直接排放的溫室氣體都會被施加碳定價(例如徵收碳税)。公司不僅需要支付與排放量有關的碳税而導致營運開支增加，亦將間接地面對能源消耗成本上升的影響。[76] 兩者均可能對公司的盈利能力造成下行壓力。[77] 我們假設公司為減輕上述對其盈利能力的影響，會相應地在生產過程中減少排放及更廣泛地採用環保能源。

其次，我們假設公司將會投資更多資金於可持續的生產技術，從而實現減低溫室氣體排放的目標。我們假設公司將通過發行新債務獲取資金進行該等投資活動，導致公司的槓桿水平上升。

就氣候實體風險而言，我們的分析著眼於全球氣溫上升帶來的宏觀影響。實體風險可能會減低生產力及產量，從而影響公司財務基礎。雖然評估個別公司本身會面對多大程度的實體風險影響亦十分重要，但由於受當前的數據缺乏情況所限，我們無法在當前分析中評估其影響。[78] 然而，當數據缺乏情況有所改善後，我們或可進一步改進當前的分析框架。

透過上述傳播渠道，我們可以評估公司的盈利能力、槓桿水平及宏觀環境如何在未來30年期間及不同的NGFS情境下受到影響。然後，我們可輸入這些估算數字於一個信用風險模型來進一步評估它們對公司一年期前瞻性違約概率[79]的影響。該信用風險模型採用了公司資產回報率、債務資產比率、規模及按宏觀環境計算的產出缺口作因素以解釋公司的違約概率。

76 碳税上升將提高由化石燃料燃燒所產生的能源的價格。倘若能源消費者無法輕易地找到更便宜及更環保的可再生能源替代品，就需要支付更高的能源消耗成本。

77 而綠色轉型情境下的資源再分配可能會產生經濟活動調整，從而令經濟增長動力較在「維持現況」情境下有所減慢。這可能導致公司的營業收入增長因此減慢。

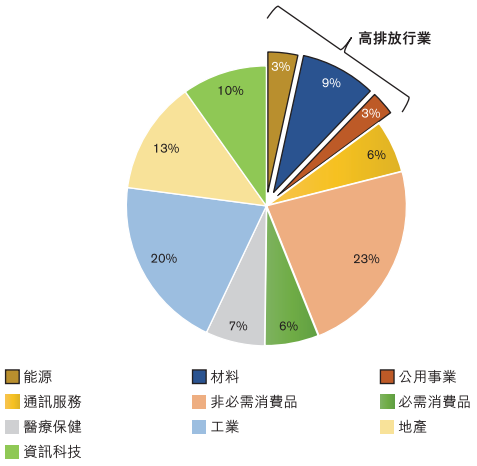
78 除慣性實體風險外，實體風險亦可能來自極端天氣事件(如風暴、旱災風險)的發生，而這些極端天氣事件會對公司資產造成直接財務損失。然而，公司資產及營運活動的詳細位置數據對我們在量化相關的財務影響時是非常重要的，而我們暫時無法輕易獲取該等數據。

79 我們選用了彭博根據違約風險模型計算的個別公司一年期前瞻性違約概率。

數據

此分析涵蓋在香港上市的非金融類公司(合共約2200家公司[80])。圖B5.3根據樣本公司的全球行業分類標準按行業呈列比例。非必需消費品、工業及地產行業的公司佔樣本總數的一半以上，而能源、材料及公用事業這些較受氣候轉型風險影響的行業公司佔樣本總數約15%。

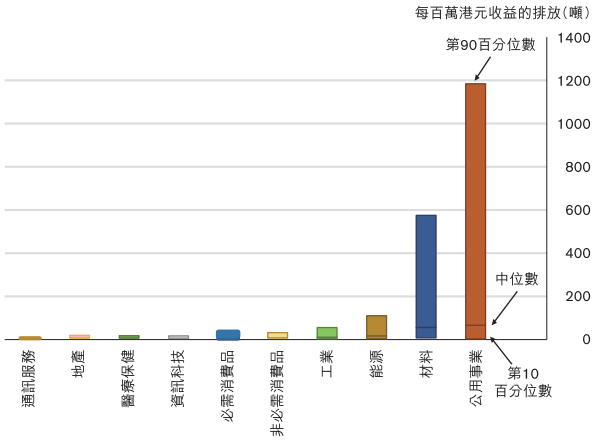
圖B5.3
樣本中按行業劃分的公司數目分布



資料來源：金管局職員根據S&P *Capital IQ*數據計算。

不同行業的公司溫室氣體排放強度(按公司排放量相對於其收入計算)存在很大差異。圖B5.4中的棒顯示了按行業劃分的公司排放強度分布的第10、中位數和第90百分位數。如圖所顯示，公用事業、材料及能源行業為溫室氣體排放最高的行業(以下稱為高排放行業)，而其他行業公司的排放強度通常較低。值得注意的是，高排放行業內的公司的排放強度亦存在明顯分別，意味它們之間面對轉型風險的程度及潛在影響亦可能存在顯著差異。

圖B5.4
按行業劃分的公司排放強度分布



資料來源：金管局職員根據S&P *Trucost*數據計算。

主要結果

a. 轉型風險的影響

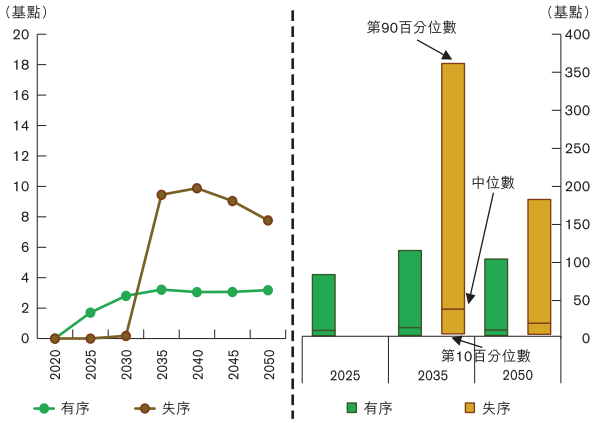
我們的評估發現，向低碳經濟轉型情境通常會導致公司的盈利能力下降及槓桿比率上升，從而使公司的平均違約概率會高於基準情境(即沒有轉型風險的「維持現況」情境)。

我們首先評估一間典型公司的違約風險將如何在兩個轉型情境下受到影響，其中會關注所有樣本公司違約概率的中位數隨着時間推移的情況(圖B5.5的左圖)。儘管在兩個情境下違約風險的上升影響均屬輕微，長期而言，在失序轉型情境下違約概率(棕線)的中位數上升會明顯高於在有序轉型情境下的上升(綠線)(即2050年底的8個基點及對應的3個基點)。這結果顯示出有序轉型情境的長期利益。

值得注意的是，由於絕大部分在香港上市的公司均非來自高排放行業，它們因此面對的轉型風險相對較細，這可能導致違約概率的中位數上升在這兩種情境下均屬溫和(見圖表B5.3)。

[80] 樣本中有約790家公司為本地公司，其他則屬於非本地公司。

圖B5.5
所有在香港上市公司的違約概率預測中位數變動（左圖）及高排放行業公司的違約概率預測變動分布（右圖）



註：圖中展示的所有違約概率均已與基準情境數字作比較計算。
資料來源：金管局職員計算。

當評估高排放行業樣本公司時，我們發現違約概率上升的中位數（見圖表B5.5右圖棒條的中位數），會遠高於圖B5.5左圖所呈列根據全部樣本公司估算的中位數上升。具體而言，在失序轉型情境下，違約概率的中位數上升在2035年可能達到約37個基點，而在有序轉型情境下的相應估算為約12個基點。[81] 重要的是，當對比高排放行業樣本公司在兩個情境下違約概率的中位數上升時，結果更有力展示有序轉型情境的長期利益。

另一個值得注意的結果是，高排放行業的公司之間違約概率的上升亦存在重大差異。以2035年的「失序」情境為例（圖B5.5右圖中的棕色棒），違約概率的變化範圍既可低至第10百分位數的4個基點，亦可高至第90個百分位數的約360個基點。這結果的一個重要意義是，我們需要考慮個別公司的環境數據及業務性質，從而更準確地評估公司面對的氣候相關風險。

81 在包括所有公司的樣本中，其對應的數字估計分別為10個基點及3個基點。

b. 實體風險的影響

我們亦評估在兩個轉型情境下，透過宏觀渠道（如圖B5.2所述）帶來的氣候實體風險對公司違約概率的影響，並將結果與「維持現況」基準情境進行比較。我們的評估顯示，在兩個轉型情境下，實體風險導致的影響均遠低於在基準情境下的影響。

尤其是，在「維持現況」基準情境下2050年預測的溫度上升會超過3°C，其相關的實體風險可能會導致公司違約概率中位數在同一時間點大幅上升約130個基點。相反，在有序和失序的情境下，應對氣候政策將有助於在2050年前將全球氣溫升幅控制在2°C以下，相應地公司的違約概率中位數升幅則較基準情境下低約65個基點。這顯示了綠色轉型情況與「不採取行動」情況相比會帶來長遠利益。

結語

本專題展示了一個應用NGFS參考情境的評估框架，可用於評估氣候相關風險對公司信貸風險的影響。整體而言，我們的分析結果顯示，對於在香港上市的大多數公司而言，由氣候相關風險所產生的信貸風險影響相對受控。儘管如此，部分公司（尤其是來自高排放行業的公司）可能會在失序轉型情境下面對重大的轉型風險，從而令其信貸風險或會顯著增加。雖然對於香港銀行業而言，氣候轉型風險或會構成銀行貸款組合的其中一項信貸風險來源，但由於銀行貸款組合中行業的構成部分並不相同，因此轉型風險對銀行的影響亦會存在差異。然而，香港銀行業整體而言並沒有對高排放行業有重大風險承擔。重要的是，香港銀行業在其強大資本狀況的基礎上，應能在面對氣候轉型風險下仍保持穩健。

我們的研究結果亦顯示，從較長期角度來看，氣候轉型風險在「有序轉型」情境下對公司違約風險的影響，將大幅低於在「失序轉型」情境下的影響。此外，我們亦發現氣候實體風險在這兩個轉型情境下的影響，均低於在「不採取行動」情境下的影響。結果

顯示，及早採取應對氣候變化的行動可以帶來明顯的益處。

此分析亦顯示金管局會致力支持NGFS《格拉斯哥宣言》，[82]以及承諾將氣候相關風險納入金融穩定性監察工作中，並在有關的分析中採用NGFS氣候情境作評估。

然而，是次分析中仍有其限制。首先，數據缺乏情況使我們無法更全面地評估氣候相關風險帶來的影響，尤其是評估有關個別公司面對實體風險程度的方面。[83]其次，對長期狀況（即直至2050年）作出的估計通常會涉及大量的不確定因素。因此，讀者需要小心解讀分析的結果。

82 金管局於11月發表聲明，支持NGFS作出《格拉斯哥宣言》。詳情請參閱金管局於2021年11月3日發出的《支持央行與監管機構綠色金融網絡的〈格拉斯哥宣言〉》。

83 除實體風險相關數據外，重要的數據缺乏問題亦包括了轉型情境下的機遇範疇，例如客戶的環保偏好可能令需求增加，能源效益及經營靈活性的提升等。這些因素可能改善有關公司的盈利能力。

詞彙

總結餘

設於中央銀行的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指設於金管局的結算戶口結餘總額。總結餘是貨幣基礎的一個組成部分。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的主要消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元利率敏感負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及並無牽涉正式支付利息但其價值對利率變動敏感的所有其他負債(如港元不計息活期存款)。綜合利率是根據佔銀行體系港元客戶存款主要份額的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本(如員工及租務支出)、信貸成本及對沖成本。

兑換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兑換為外幣，或將外幣兑換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兑7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兑換保證。根據強方兑換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兑換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兑換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兑換範圍

由弱方及強方兑匯保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣(銀行紙幣及硬幣)與銀行體系存放在中央銀行的結餘(儲備結餘或結算餘額)的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書(作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持)、政府發行的流通紙幣及硬幣、在金管局開設的結算戶口結餘的總額(總結餘)，以及外匯基金票據及債券。

貨幣供應

在整個經濟體系內的貨幣總量。香港貨幣供應量的指標有3個：貨幣供應M1是指市民持有的法定貨幣(包括紙幣及硬幣)與持牌銀行客戶的活期存款。貨幣供應M2是指貨幣供應M1所包括的項目，再加上持牌銀行客戶的儲蓄及定期存款，以及由持牌銀行發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。貨幣供應M3是指貨幣供應M2所包括的項目，再加上有限制牌照銀行及接受存款公司的客戶存款，以及由這兩類機構發行並由非銀行持有的可轉讓存款證。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

©2022香港金融管理局
本報告可予複製以作非商業用途，但必須適當註明資料來源。

本報告全文可於金管局網站**www.hkma.gov.hk**查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話: (852) 2878 8196
傳真: (852) 2878 8197
電郵: publicenquiry@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）